

# 해외 주요국의 상장 공기업 연구

2015. 12 | 허경선 |



## 서 언

공기업은 복대리인 구조와 연성예산제약 등의 구조적 원인으로 인해 운영의 전문성과 책임성이 낮고 재무성과나 효율성 역시 낮아질 수 밖에 없는 한계를 가지고 있다. 정부는 공기업의 효율성을 제고하기 위해 다양한 방법을 시도해 왔으며 이 중에 가장 혁신적인 방법은 소유권과 경영권을 민간에 이양하는 민영화라고 할 수 있다. 1980년대에서 2000년대 초반까지 OECD 회원국을 중심으로 전 세계적인 민영화의 바람이 일었다. 이 과정에서 수많은 공기업이 민영화되었고 민영화 이후 공공요금과 가격의 상승 등이 발생하였다. 이러한 부작용과 반발로 인해 2000년대 중반 이후 OECD 국가에서 민영화는 눈에 띄게 줄어들었다.

공기업의 상장 혹은 혼합소유제(Mixed ownership)는 공공기관의 지분을 민간에 공개하는 것으로서 민영화로 가는 중간단계인 부분 민영화의 과정으로 나타난다. 그러나 최근 들어 혼합소유권 형태를 최종 목적으로 하는 혼합소유권 정책(Mixed ownership policy)이 뉴질랜드, 중국, 베트남 등 상당수의 국가에서 추진되고 있다. 기존 민영화를 통해 추구하고자 하였던 것처럼 민간의 시장원리를 도입하여 기업운영의 효율성을 제고하면서, 민영화와는 다르게 정부가 경영권을 소유하고 영향력을 유지할 수 있어 공공성 목표를 유지해야 하는 공기업의 혁신 방안으로 선호되고 있기 때문이다. 특히 기업공개를 통해 주식을 상장하여 진행하는 공기업의 상장은 자본시장의 규제에 따라 더 높은 투명성 의무를 가지는 반면 시장을 통해 쉽게 투자자원을 조달할 수 있어 지속적으로 대규모 투자가 필요한 성장형 공기업에 적합한 효율성 제고방안이라고 볼 수 있다.

공기업의 상장과 혼합소유제는 우리나라에서도 현재 8개의 상장 공기업이 존재하고, 향후에도 공기업 효율성 제고방안으로 공기업의 상장을 고려

해 볼 수 있다는 점에서 연구의 필요성이 매우 높다. 현재 8개의 공기업이 증권시장에 상장되어 운영되고 있지만 상장 공기업의 지배구조와 관리는 다른 비상장 공기업이나 준정부기관과 동일한 방식으로 이루어지고 있어 상장의 효율성을 최대화하지 못하고 있다. 또한 자본시장 활성화와 공기업효율성 제고를 위해 재무성과가 우수한 공기업의 상장에 대해 지속적으로 이야기가 나오고 있지만, 기존 민영화에 대한 정서적 반감으로 인해 적극적인 검토와 추진이 이루어지지 않고 있다. 상장 공기업의 관리 방안과 공기업 상장의 효과 등에 대한 연구가 광범위하게 이루어져야 하지만 아직까지 이에 대한 체계적인 연구는 충분히 이루어지지 않고 있다. 본원의 박한준 박사와 허경선 박사가 수행하였던 『상장공공기관 관리 및 운영체계에 대한 연구(2014)』는 우리나라 상장 공기업에 대한 본격적인 문제제기와 현황에 대한 분석을 시도한 첫 연구였으며, 본 연구 또한 해외 주요국의 상장 공기업으로 범위를 확대하여 이 분야에 대한 연구를 확장하고 있다.

본 연구는 OECD 회원국에서 상장 공기업의 현황을 파악하고, 특히 상장 공기업을 다수 보유한 프랑스, 핀란드, 노르웨이, 뉴질랜드의 4개국에 대하여 상장 공기업 현황과 상장 이후의 변화 및 효과에 대해 분석하고 있다. 이를 위하여 4개 국가를 직접 방문하여 공기업 운영을 담당하는 정부부서의 담당자와 상장 공기업의 담당자를 직접 인터뷰하여 기존 문헌정보에서 부족했던 자료의 수집과 분석을 가능하도록 하였다. 또한 4개 국가의 상장 공기업에 대하여 상장 이전과 이후의 재무성과에 대한 실증 분석을 실시하여 공기업 상장으로 인한 영향을 분석함으로써 상장 효과에 대한 객관적 근거를 제시하였다. 이러한 해외 주요국의 상장 공기업에 대한 법과 관리 제도, 정서적 변화와 정량적 변화에 대한 심층 분석 결과는 향후 우리나라 상장 공기업의 운영과 관리에 대한 개선안 마련과 우수 공기업의 상장에 대한 정책 결정의 자료로 활용되기를 기대한다.

본 보고서는 본원의 허경선 박사가 작성하였다. 저자는 본 연구과제 수행에 많은 도움을 주신 분들에게 감사의 뜻을 전하고 있다. 중간보고 세미나 및 전문가 간담회, 그리고 최종보고 세미나에서 도움을 주신 원내외 동료

박사, 외부 전문가들께 감사를 표하고, 최종단계에서 유익한 조언을 주신 익명의 심사자들께도 감사를 드린다.

또한 저자는 심층인터뷰에 응해 주시고 현지의 자료수집에 적극적으로 도움을 주신 프랑스, 핀란드, 노르웨이, 뉴질랜드의 공기업 관리 부처의 담당자들에게도 심심한 감사를 드리고 있다. 연구자료 수집 및 정리를 지원해준 박미선, 민경석, 이슬 연구원과 변경숙 행정원, 보고서 제작에 애쓴 출판팀 직원 여러분께도 감사를 드린다.

끝으로 본 연구보고서의 내용은 저자의 개인적인 의견이며, 본원의 공식적인 견해가 아님을 밝혀둔다.

2015년 12월

한국조세재정연구원

원장 박형수



## 요약 및 정책 시사점

상장 공기업은 정부가 민영화의 추진이나 혼합소유제 등의 목적에 따라 정부가 보유한 공기업의 지분을 자본시장을 통해 일부 매각한 결과 등장한 기업형태이다. 상장 공기업은 정부 이외에 다양한 주주가 기업의 소유지분을 가지고 있으며, 주식이 자본시장을 통해 계속적으로 거래된다는 특징을 가진다. 또한, 상장 공기업은 일반적으로 정부가 지분의 50% 이상을 보유하거나 의결권의 50% 이상을 보유하여 과반수 주주가 되는 것을 의미한다. 그러나 상당수의 OECD 회원국에서는 정부가 의미 있는 소수지분을 유지하면서 영향력을 행사하기도 한다. 상장 공기업은 다른 민간 상장기업과 마찬가지로 수익성 추구가 기업의 운영목적이다. 하지만, 상장 공기업은 공공성의 추구라는 공기업 본연의 특성을 가지고 있기도 하다. 정부가 과반수 이상의 지분을 보유한 경우에는 지분에 따라 의사결정력을 가진다. 과반수 미만의 지분을 보유한 경우에도 황금주 등의 기타 경영보호 수단 등을 활용하여 정부의 영향력을 의사결정에 행사하고 있으며, 따라서 이를 통해 공공성의 목표가 유지되고 있다. 이는 수익성 극대화만을 목표로 하는 민간기업과 차이가 발생하는 지점이다.

상장 공기업에서 나타나고 있는 혼합소유권 정책(Mixed ownership policy)은 공공기관 소유권 정책의 새로운 흐름이라고 볼 수 있다. 혼합소유권(Mixed ownership)은 공공기관의 지분을 민간에 공개하는 것으로서 민영화로 가는 중간단계인 부분 민영화의 과정으로 나타나기도 한다. 그러나 최근 들어 혼합소유권 형태를 최종 목적으로 하는 혼합소유권 정책(Mixed ownership policy)이 뉴질랜드, 중국, 베트남 등 상당수의 국가에서 추진되고 있다. 혼합소유제는 기존에 민영화를 통해 추구하고자 하였던 것처럼 민간의 시장원리를 도입하여 기업운영의 효율성을 제고하면서, 민영화와는 다

르게 정부가 경영권을 유지함으로써 영향력을 행사할 수 있어 공공성 목표를 달성해야 하는 공기업의 혁신 방안으로 선호되고 있기 때문이다. 특히 기업공개를 통해 주식을 상장하여 진행되는 공기업의 상장은 자본시장의 규제에 따라 더 높은 투명성 의무를 가지는 반면 시장을 통해 쉽게 투자재원을 조달할 수 있어 지속적으로 대규모 투자가 필요한 성장형 공기업에 적합한 효율성 제고방안이라고 볼 수 있다.

OECD 회원국에서 2012년 기준으로 상장 공기업을 보유한 국가는 자료를 제출한 31개 국가 중에서 20개 국가에 해당하며 60여 개의 상장 공기업이 있음을 밝히고 있다(OECD, 2014b). 상장 공기업이 있다고 보고한 20개 국가 중에서 정부가 50% 이상 과반수 지분을 소유한 상장 공기업의 수가 가장 많은 국가는 한국(8개), 이탈리아(7개), 폴란드(6개), 터키(6개), 그리스(5개), 슬로베니아(4개), 칠레(3개), 핀란드(3개), 프랑스(3개), 노르웨이(3개), 미국(2개), 오스트리아(2개) 순이다. 정부가 10% 이상, 50% 미만의 소수지분을 소유한 상장 공기업은 핀란드와 프랑스가 각각 12개, 11개로 가장 많고 폴란드 10개, 이탈리아 6개, 노르웨이 5개의 순으로 나타나고 있다. OECD 회원국의 상장 공기업을 분야별로 분류해 보면 정부가 과반수 이상의 지분을 소유한 상장 공기업에서 가장 많은 수를 차지하는 분야는 전기/가스/에너지 분야인 것으로 나타났다. 전기/가스/에너지 분야는 전체 60개 상장 공기업 중에 17개(28.3%)에 해당하며 고용자 수는 전체 상장기업 수의 37.0%, 기업가치 측면에서는 전체의 46.9%로 여러 분야 중에서 압도적으로 높은 비율을 보여주고 있다. 그 다음으로는 금융, 교통, 제조 분야에서 상장 공기업의 수가 많은 것으로 나타나고 있다.

본 보고서에서는 OECD 회원국가 중 상장 공기업의 다수 보유한 프랑스, 핀란드, 노르웨이, 뉴질랜드 4개 국가를 중심으로 상장 공기업의 현황과 상장 이후의 변화에 대하여 중점적으로 살펴보았다. 4개 국가의 경우, 상장 이후 상장 공기업의 관리에 있어서 관련 법과 제도, 그리고 실질적 운영 측면에서 여러 가지 변화가 발생하고 있는 것으로 분석되고 있다.

첫째는 기업운영의 투명성이 개선된다는 것이다. 주식이 자본시장에서 거

래됨에 따라 기업의 정보공개에 대해 매우 엄정한 의무가 적용되며, 운영정보와 성과정보가 투명하게 공개됨에 따라 기업 운영에 더욱 책임감을 가지게 된다. 둘째 기업운영에서 상장 이전보다 재무성과 제고에 더 많은 비중이 주어진다. 특히 상장 공기업 주주의 다수를 차지하는 기관투자자의 경우 재무성과에 따라 보유지분을 조정하기 때문에 기업의 재무성과에 매우 민감하게 반응하고 기업에 직접적인 재무성과 향상과 배당향상을 요구하기도 한다. 따라서 상장 공기업의 경우 이러한 시장의 압력에 의해 상장 이전보다 기관의 수익성과 재무적 성과에 대하여 더 많은 노력을 기울이게 된다. 셋째, 임원선임과 관련된 변화이다. 대부분의 사례분석 대상 국가에서 상장 이전에는 유일한 주주이자 규제기관인 정부가 공기업의 이사선임 권한을 보유하고 있으며 이에 따라 공기업 이사선임에 전폭적인 영향력을 행사하였다. 이사선임에 대한 정부의 영향력 행사는 대부분의 국가에서 역량이 충분한 임원후보의 탐색과 선임을 저해하는 요인으로 지적되었다. 그러나 상장 이후에는 법의 적용에 있어 상법이나 회사법에 따라 지배구조와 임원선임절차가 결정되기 때문에 이사선임의 1차적인 책임도 기업의 이사회가 담당하게 된다. 이사선임에 있어 정부의 영향력이 여전히 존재하기는 하지만 주주의 역할로 제한되는 경우가 많이 있어 이사선임에 대한 정부의 영향력이 이전보다는 감소되었다고 보고되고 있다. 그리고 이사선임의 독립성 증가로 인해 좀 더 전문성이 높고 자질이 향상된 임원을 선임할 수 있게 된 것을 상장의 가장 긍정적인 효과로 꼽고 있다. 이는 상장 공기업의 임원이 주주총회에서 최종적으로 결정되며, 정부는 최대주주이지만 다른 주주의 의견을 고려해야 하기 때문에 이전처럼 전폭적인 영향력과 비합리적인 이사선임을 강행할 수 없게 되기 때문이다. 이와 같이 이사선임에 있어 정치적 임명이 줄어들고 전문성과 역량을 갖춘 임원이 선임됨에 따라 상장 공기업의 경영 수준도 상장 이전보다 제고되었다고 분석되고 있다.

상장 이후 공기업의 지배구조의 변화는 기업의 재무성과에도 영향을 미치는 것으로 나타나는데, 이는 성과변화에 대한 본 연구의 실증분석에서도 확인할 수 있었다. 4개국의 상장 공기업에 대하여 Wilcoxon의 부호순위검정

을 이용하여 상장 전후의 재무성과를 분석한 결과 수익성 지표인 자본이익률(ROE), 운영효율(1인당 매출액, 1인당 당기순이익), 배당성향이 상장 이후에 유의미하게 증가하였음을 알 수 있다. 그리고 통계적으로 유의미하지는 않지만 부채비율이 상장 이후에 감소하는 추세를 보이고 있다. Fortune의 세계 500대 기업에 포함되는 에너지기업 34개에 대하여 정부의 소유권과 상장 여부로 인한 차이를 분석한 결과, 수익성지표는 민간과 공기업 모두 상장 기업이 전반적으로 높게 나타나고 있으며 부채비율의 경우 상장기업보다는 비상장 기업의 부채비율이 더 높은 것으로 나타났다.

이를 종합해 보면 공기업은 상장 이후 수익성과 배당성향 등에서 긍정적인 재무성과를 나타냄을 알 수 있으며, 부채비율은 감소하여 보다 안정적인 재무구조를 유지하고 있음을 알 수 있다.

우리나라는 「공공기관의 운영에 관한 법률」에 기반하여 공공기관을 운영하고 있으며 여기에는 2015년 기준 316개의 공공기관이 지정되어 있고 이 중에 8개의 상장 공기업이 포함되어 있다. 상당수의 기관은 완전 민영화를 목표로 하여 상장되었지만 민영화에 대한 반발 등으로 인해 더 이상의 지분 매각이 중단된 경우이다. 반면 공공성 유지를 위해 정부의 소유지분을 법에 명시하여 혼합소유제 형태로 유지하는 경우도 있다. 상장의 최종 목적은 다르지만 공기업의 상장은 각 기관의 운영효율성을 제고하고 민간과 동일하게 시장에서 경쟁할 것을 전제로 하고 있다. 그러나 우리나라의 상장 공기업은 유형분류와 관리방법에서 '상장'에 대해 차별화를 두지 않고 다른 공공기관과 동일하게 유지되고 있으며 지배구조 역시 「공공기관의 운영에 관한 법률」에 따라 운영되고 있다. 따라서 공기업 중에서 가장 높은 수준의 상업성을 기대할 수 있는 상장 공기업의 운영과 지배구조가 정부의 기능을 위탁수행하는 준정부기관과 동일한 수준으로 운영되고 있는 것이다. 따라서 상장 공기업의 재무성과를 살펴보면 정부가 직접지분을 가지고 있는 상장 공기업의 재무성과가 정부가 공공기관을 통한 간접지분을 가진 상장 공기업보다 비교적 낮은 편으로 나타나고 있다(박한준·허경선, 2014). 이는 상장이라는

외형적 요소는 구비되었지만 상장 공기업에 맞는 지배구조와 관리가 차별성 있게 운영되지 않기 때문이다.

본 연구에서 분석한 OECD 회원국 4개 국가의 사례는 우리나라 상장 공기업의 지배구조와 관리에 있어 다음과 같은 정책적 시사점을 제시하고 있다.

첫째, 상장 공기업의 유형과 운영목적에 명확히 할 필요성이 있다는 것이다. 4개 국가 모두 공기업의 운영은 수익성과 가치의 극대화가 가장 최우선 목표임을 제시하고 있다. 특히 상장 공기업에 대해서는 정부의 지분투자에 대한 수익성을 극대화하고, 정부의 포트폴리오를 우수한 재무성과로 유지하는 데 운영의 목적이 있음을 명시하고 있다. 이는 상장 공기업의 경우 상장 이후에는 투자자인 정부와 정부 이외의 주주에 대하여 재무성과에 대한 책임성이 강화되기 때문이다. 4개국 정부는 매년 공기업 연차보고서를 발행하고 있는데, 이 연차보고서를 살펴보면 상장 공기업에 대해서는 별도의 주가 정보, 시장가치의 변동, 변동 원인에 대한 설명을 제공하고 있다. 이는 정부가 상장 공기업의 주가를 하나의 KPI(주요성과지표)로 보고 있으며 이를 지속적으로 모니터링하고 있다는 의미이다.

둘째, 상장 공기업 운영에 대해 상장 이후에는 기본적으로 상법을 적용하고 있으며 특히 이사 선임과 관련하여 정부의 영향력이 대폭 감소되고 독립성이 향상되었다. 뉴질랜드의 경우 상장 공기업에 대해서는 별도의 '상장 공기업'이라는 유형으로 지정하여 관리하고 있으며, 상장 공기업은 기존의 공기업법을 적용받지 않는 대신 정부재정법, 상법과 증권거래법의 적용을 받는다. 프랑스, 핀란드와 노르웨이의 경우 다른 상업성 목적의 공기업과 동일하게 관리하고 있는데, 상법을 가장 우선적으로 적용하고 있다. 이는 특히 이사 선임 과정에서 정부의 영향력을 감소시키는 근거가 되고 있다.

셋째, 외국의 경우 상장 공기업은 경쟁시장에서 민간기업과 동등한 경쟁을 하는 것을 전제로 하고 있다. 특히 공기업을 상장시키기 이전에 독점 산업의 경우 시장의 진입규제나 경쟁규제에 관련된 법이나 제도를 보완하여 경쟁이 충분히 도입되도록 하는 것이 상장의 전제조건으로 되어 있기도 하

다. 이와 같이 경쟁시장이 충분히 조성되고 상품과 서비스의 가격이 경쟁시장에서 자유롭게 결정될 때에만 상장 공기업의 운영효율이 제고될 수 있기 때문이다. 특히 프랑스 전력산업의 경우 전력공기업을 상장할 때 이러한 시장에 대한 규제와 조정이 상장에 앞서 우선적으로 선행되었고 장기적으로 경쟁이 충분히 이루어지도록 민간분야의 활성화에 대한 제도적 보완이 이루어졌다.

넷째, 상장 공기업의 관리에 있어서, 소액주주는 그 권리가 존중되어야 하며 정부와 마찬가지로 그 기업의 동일한 주주로 대우 받아야 한다. OECD나 세계은행의 공기업 지배구조에 대한 가이드라인에서는 상장 공기업의 경우 소액주주에 대한 보호가 중요함을 강조하고 있어, 대주주인 정부의 경영권과 더불어 소액주주의 권리도 균형 있게 보호되어야 함을 제시하고 있다. 우리나라의 경우 최근 상장 공기업의 부진한 재무성과에 대해 경영진의 책임을 묻는 소액주주 소송이 나타나고 있고, 공공기관의 지방이전 이후에 전자투표제가 도입되고 있어 소액주주의 발언권이 강화되고 있다. 전자투표제의 도입으로 인해 특히 감사의 선임에 있어서는 최대주주의 결정권이 제한되어, 소액주주의 의견이 더욱 크게 반영될 것으로 예측된다. 상장을 통한 공기업의 주주 확대와 혼합소유모델의 등장은 공기업의 공익성보다는 수익성에 더욱 관심이 큰 수많은 소액주주를 발생시켰다. 이와 같이 다양한 주주의 등장은 상장 공기업의 운영목표와 성과지표, 정부의 상장 공기업 관리방식이 이전과는 달라져야 함을 의미한다.

다섯째, 정부 지배력의 보호장치가 다양화될 필요가 있다. 현재 우리나라 상장기업은 1주 1의결권 원칙으로 운영되고 있으며 별도의 경영권 보호장치를 운용하고 있지 않다. 본 연구에서 분석한 4개 국가에서는 차등 의결권, 황금주 등을 활용하여 정부가 소수지분을 보유하고 있더라도 정부의 영향력을 유지하고 있음을 알 수 있었다. 그 활용은 지배구조에 대한 주요 의사결정 등으로 제한되고 있어 다양한 경영활동에 대한 소액주주의 권한과 의견은 존중하면서도 정부가 상장 공기업에서 공기업 본연의 공공성을 유지할 수 있는 보호수단이 되고 있다. 우리나라에서도 소수지분을 보유한 공기업

에 대한 영향력 행사나, 과반수 이상 지분을 가진 공기업의 추가 지분 매각 등에 있어서 정부의 지배력을 유지하는 방법으로 이러한 경영권 보호장치에 대한 신중한 검토가 필요할 것이다.

여섯째, 정부가 관리하는 공기업의 범위를 확대할 필요가 있다. 우리나라는 정부의 직접지분 혹은 공적지분이 50% 이상일 경우, 또는 의사결정력이 50% 이상인 경우를 공공기관의 대상으로 정하고 있다. 그러나 외국의 경우 정부가 50% 미만을 보유한 기업에 대해서도 정책적 목적이나 투자적 목적 등 다양한 목적으로 소수지분 기업에 대한 관리를 적극적으로 실시하고 있다. 프랑스와 핀란드의 경우 정부가 과반수 지분을 보유하지 않았더라도 정부가 최대주주이거나, 최대주주가 아니라도 10% 이상의 상당한 지분을 보유한 경우 정부의 소유권 행사가 체계적으로 이루어지고 있다. 프랑스와 핀란드는 정부의 소수지분기업 관리에 대한 두 가지 유형을 보여주고 있다. 프랑스의 국가투자청(APE)은 정부가 소수지분을 가진 경우에도 직접 관리를 하고 있으며, 핀란드는 정부가 100% 소유한 Solidium이라는 지주회사를 통해 정부의 소수지분 관리를 대행하고 있다. 핀란드는 소수지분 기업에 대해서는 보다 많은 경영 자율권을 허용하고 있으며 중요 의사결정에 대해서만 정부의 영향력을 행사하는 것으로 제한하고 있다. 우리나라에서도 투자 목적이나 기업회생 등 공적 목적 등으로 인해 정부가 보유한 상장기업의 지분이 증가하고 있어 이에 대한 체계적 관리가 필요하다.

목차

I. 서론 .....	1
II. 공기업 상장의 개념과 배경 .....	5
1. 공기업의 소유권과 상장 .....	5
2. 공기업 상장의 배경과 목적 .....	8
3. OECD 회원국의 상장 공기업 현황 .....	9
가. 국가별 상장 공기업 .....	9
나. 산업분야별 상장 공기업 .....	12
4. 선행 연구 .....	15
5. 연구대상과 방법 .....	18
III. 해외 주요국의 상장 공기업 .....	20
1. 프랑스 .....	22
가. 공기업 현황 .....	22
나. 공기업의 민영화와 상장 .....	27
다. 상장 공기업 현황 .....	33
라. 상장 공기업 사례 분석 .....	39
2. 핀란드 .....	44
가. 공기업 현황 .....	44
나. 공기업의 민영화와 상장 .....	49
다. 상장 공기업 현황 .....	49
라. 상장 공기업 사례 분석 .....	54
3. 노르웨이 .....	60
가. 공기업 현황 .....	60
나. 공기업 민영화와 상장 .....	64

---

---

다. 상장 공기업 현황 .....	65
라. 상장 공기업 사례 분석 .....	68
4. 뉴질랜드 .....	73
가. 공기업 현황 .....	73
나. 공기업 민영화와 상장 .....	79
다. 상장 공기업 현황 .....	85
라. 상장 공기업 사례 분석 .....	87
5. 소결 .....	92
가. 상장 공기업의 배경과 현황 .....	92
나. 공기업 상장 이후의 법과 지배구조 변화 .....	93
다. 상장 공기업 관리 현황 .....	93
라. 상장 공기업 재무성과 .....	94
<b>IV. 상장 공기업 실증 분석 .....</b>	<b>95</b>
1. 연구의 필요성 .....	95
2. 4개국 상장 공기업의 상장효과 분석 .....	95
3. 주요 에너지 기업의 정부소유와 상장 영향 분석 .....	101
4. 소결 .....	108
<b>V. 결론 및 정책적 시사점 .....</b>	<b>109</b>
1. 연구결과의 요약 .....	109
2. 정책적 시사점 .....	111
<b>참고문헌 .....</b>	<b>116</b>
<b>국문요약 .....</b>	<b>123</b>
<b>Abstract .....</b>	<b>125</b>

---

표목차

〈표 II-1〉 기업의 소유권과 상장에 따른 구분 ..... 6

〈표 II-2〉 OECD가 분류한 공기업의 상장 목표와 상장이후의 변화 분야 ..... 9

〈표 II-3〉 OECD 국가별 상장 공기업과 비상장 공기업 현황 ..... 11

〈표 II-4〉 OECD 국가의 분야별 공기업 현황(2012년 말 기준) ..... 14

〈표 II-5〉 상장 공기업과 정부 100% 소유 공기업의 지배구조 비교 ..... 16

〈표 III-1〉 국가별 특징과 상장 공기업 보유현황 ..... 21

〈표 III-2〉 프랑스 국가투자청(APE) 관할 공기업 목록 ..... 25

〈표 III-3〉 프랑스 주요 공기업의 민영화 ..... 28

〈표 III-4〉 프랑스 상장기업의 이사회 구조 ..... 35

〈표 III-5〉 프랑스 상장 공기업 상세 현황 ..... 35

〈표 III-6〉 프랑스 상장 공기업 재무성과 요약(2012~2014년 평균) ..... 37

〈표 III-7〉 EDF의 재무성과(2012~2014) ..... 39

〈표 III-8〉 ADP의 재무성과(2012~2014) ..... 41

〈표 III-9〉 Engie의 재무성과(2012~2014) ..... 43

〈표 III-10〉 핀란드 공기업 현황; 공기업 관리부(SOSD)의 관리감독을 받는 공기업 ..... 46

〈표 III-11〉 핀란드 공기업 현황; 주무부처의 관리감독을 받는 공기업 ..... 47

〈표 III-12〉 핀란드 상장 공기업 상세 현황 ..... 50

〈표 III-13〉 핀란드 Solidium과 싱가포르 Temasek의 비교 ..... 52

〈표 III-14〉 핀란드 상장 공기업 재무성과 요약(2012~2014년 평균) ..... 53

〈표 III-15〉 Neste의 재무성과(2012~2014) ..... 55

〈표 III-16〉 Fortum의 재무성과(2012~2014) ..... 58

〈표 III-17〉 노르웨이 공기업 목록 ..... 63

〈표 III-18〉 노르웨이 주요 공기업의 민영화 ..... 64

〈표 III-19〉 노르웨이 상장 공기업 상세 현황 ..... 66

〈표 III-20〉 노르웨이 상장기업의 이사회 구조 ..... 67

---

〈표 III-21〉 노르웨이 상장 공기업 재무성과 요약(2012~2014년 평균) .....	68
〈표 III-22〉 Statoil의 재무성과(2012~2014) .....	69
〈표 III-23〉 Telenor의 재무성과(2012~2014) .....	71
〈표 III-24〉 Kongsberg Gruppen의 재무성과(2012~2014) .....	72
〈표 III-25〉 뉴질랜드 공공기관 현황 .....	75
〈표 III-26〉 뉴질랜드 공기업 현황 .....	77
〈표 III-27〉 뉴질랜드 정부(the Crown)의 포트폴리오 변화 .....	85
〈표 III-28〉 뉴질랜드 상장 공기업 상세 현황(2015년 기준) .....	86
〈표 III-29〉 뉴질랜드 상장 공기업 재무성과 요약(2012~2014년 평균) .....	87
〈표 III-30〉 Meridian Energy Limited의 재무성과(2012~2014) .....	89
〈표 III-31〉 Mighty River Power의 재무성과(2012~2014) .....	92
〈표 III-32〉 국가별 전체 상장기업과 상장 공기업 재무성과 비교 (2012~2014년 평균) .....	94
〈표 IV-1〉 상장전후의 경영성과 변화에 대한 가설 .....	97
〈표 IV-2〉 분석에 사용된 성과변수와 측정방법 .....	98
〈표 IV-3〉 상장 공기업의 상장 전후 경영지표의 평균(중간값) .....	99
〈표 IV-4〉 상장 공기업의 상장 전후 경영지표의 Wilcoxon 부호순위 결과 .....	100
〈표 IV-5〉 상장 공기업의 상장 전후 경영지표 변화 결과 비교 .....	101
〈표 IV-6〉 2015년 Fortune Global 500 기업의 산업별 분포 .....	102
〈표 IV-7〉 2015년 Fortune Global 500 포함 공기업 규모 .....	104
〈표 IV-8〉 2015년 Fortune Global 500의 주요 에너지 기업 .....	105
〈표 IV-9〉 2015년 Fortune Global 500 주요 에너지 기업(전력·유틸리티)의 재무성과 .....	106
〈표 IV-10〉 2015년 Fortune Global 500 주요 에너지 기업(전력·유틸리티)의 상장과 공기업 여부에 따른 재무성과 .....	107

---

## 그림목차

[그림 II-1] OECD 국가별 상장 공기업 수 .....	12
[그림 II-2] OECD 회원국의 정부 과반수지분 상장 공기업의 산업별 분포 (기관 수 비율) .....	13
[그림 II-3] OECD 회원국의 전체 공기업의 산업별 분포(기관 수 비율) .....	13
[그림 III-1] 국가투자청(APE)의 조직도 .....	27
[그림 III-2] Neste의 지배구조 .....	56
[그림 III-3] Fortum의 지배구조 .....	59

---

# I. 서론

---

일반적으로 공기업(State-owned enterprise)의 정의는 정부가 지분의 50% 이상을 소유하거나 의결권의 50% 이상을 행사할 수 있고 시장에서 상업적으로 운영되는 기업을 의미한다. 공기업의 상장은 정부가 보유한 지분의 일부나 전부를 자본시장에서 거래할 수 있도록 함을 의미한다. 결과적으로 정부지분이 50% 미만이 되어 경영권이 민간으로 이양될 경우 민영화로 볼 수 있고, 정부가 50% 이상의 지분이나 의사결정권을 유지할 경우 공기업 상태가 유지된다고 볼 수 있다. 그러나 상장 등을 통해 한 기업에 정부 이외에 다양한 주주가 존재하는 경우, 정부지분에 따라 특정 기업을 공기업과 민간 기업의 이분법적으로 구분하는 것이 어렵다는 것을 외국의 다양한 사례에서 볼 수 있다. 상장 공기업은 일반적으로 정부지분이 50% 이상인 경우를 뜻하지만 실제 정부가 보유한 기업의 지분이 50% 미만이라도 공기업 성격으로 유지되는 경우도 많이 있기 때문이다. 외국의 경우 정부지분이 50% 미만이라도 정부가 실질적인 의사결정권 지분인 33% 이상을 유지하는 경우가거나, 지분이 적더라도 최대주주인 경우, 혹은 황금주 등의 경영권 보호 수단을 통해 공기업의 성격으로 운영되는 경우가 많이 있기 때문이다. 그리고 이와는 별도로 투자목적으로 소수지분을 유지하면서 주주로서의 권한만을 행사하는 경우도 많이 발견할 수 있다.

공기업의 상장을 통해 정부는 공공기관의 지분 매각으로 정부 재정을 확충함과 동시에 소유권과 지배력을 유지함으로써 공공성 목표를 변함없이 달성할 수 있다. 기존에 실시되었던 공공기관의 민영화가 공공성의 포기라는 한계로 인하여 많은 반발을 가져왔던 점을 고려해 볼 때, 이를 보완하는 방법으로 정부가 일정 지분 이상을 소유하고 지배력을 행사할 수 있는 상장은 정치적인 수용도가 높은 방법으로 받아들여지고 있다. 또한 공공기관의 투

자를 위한 재원을 자본시장을 통해 비교적 용이하게 충당할 수 있다는 점에서 향후 지속적인 투자계획이 있는 공공기관에서 선호되고 있다. 또한 재무 성과가 우수한 공공기관의 상장을 통해 자본시장의 활성화를 가져올 것으로 기대되고 있다.

우리나라는 2015년 기준 316개의 기관이 「공공기관의 운영에 관한 법률」에 의하여 공공기관으로 지정되어 운영되고 있으며 이 중에서 한국전력공사, 한국가스공사, 한국전력기술, 한전KPS, 한국지역난방공사, 중소기업은행, 강원랜드, 그랜드코리아레저(GKL)의 8개 기관이 유가증권 시장에 상장되어 있다. 그러나 상장 공기업에 대해서 정부는 비상장 공기업과 동일한 관리를 실시하고 있다. 이러한 관리는 「공공기관의 운영에 관한 법률」에 따라 이루어지고 있으며, 공공기관의 지정, 지배구조의 설계, 임원의 선정과 해임, 이사회 운영, 경영평가와 모니터링, 사업 감독 등에 있어서 비상장 공기업과 동일하게 관리가 이루어진다. 「공공기관의 운영에 관한 법률」하에서 8개 상장 공공기관의 유형 분류는 현재 2개의 유형에 나뉘어 속해 있다. 정부가 직접지분을 소유한 한국전력공사, 한국가스공사, 한국지역난방공사의 3개사는 공공기관 유형에서 공기업으로 분류되어 있고, 금융기관에 속하거나 정부의 직접지분 없이 공공기관의 지분만 있는 한국전력기술, 한전KPS, 중소기업은행, 강원랜드, 그랜드코리아레저 5개 기관은 기타공공기관으로 분류되어 지정되어 있다.

이와 같이 상장공공기관은 그 규모와 중요성이 매우 큼에도 불구하고 별도의 유형구분과 관리가 이루어지지 않고 있다. 또한 동일한 상장 공기업이더라도 공기업과 기타 공공기관으로 각각 분류되어 있어 감독과 규제 수준에 있어 매우 현격한 차이를 보이고 있다. 또한 상장 공기업의 경우 특히 수익성과 기업 가치에 대한 관리가 중요하지만 이에 대해 특별한 관심을 받지 않고 있다. 특히 상장 이후에도 기업 운영의 자율성은 크게 달라지지 않고 있는 것으로 나타나고 있다(박한준·허경선, 2014). 이는 우리나라 공공기관의 지정과 관리에 있어 상장이라는 요소가 크게 고려되고 있지 않기 때문이다. 정부재정의 확충과 공공기관 효율성 제고를 위해 공공기관의 상

장이 이루어지기까지는 커다란 관심이 쏟아지지만 상장 이후의 관리에 대해서는 상대적으로 관심이 높지 않다.

우리나라와 마찬가지로 외국의 공기업에도 상장된 공기업이 포함되어 있으며, 이에 대한 다양한 관리가 이루어지고 있다. 본 과제에서는 해외 주요국의 공기업 상장의 배경과 목적, 상장 공기업에 대한 관리 현황과 이슈를 살펴봄으로써 상장 공기업에 대한 관리가 어떻게 이루어지고 있는지 분석하고자 한다. 특히 상장 이후 수익성이 제고되었는지, 기관 고유의 공익성을 유지하고 정부의 지배력과 영향력을 유지시키기 위해 어떠한 방법이 사용되고 있는지, 상장 공기업에 대해 어떠한 차별성 있는 관리가 이루어지는지에 대해 살펴보고자 한다. 이를 위해서는 해외 주요국의 상장 공기업과 상장 공기업 관리에 대한 현황 파악을 우선적으로 해야 할 것이다.

OECD 회원국을 살펴보면 다양한 산업분야의 공기업이 상장되어 있지만 특히 에너지 산업분야에서 공기업의 상장이 매우 빈번하게 이루어지고 있다. 에너지 산업 분야는 안정적인 에너지의 공급이라는 공익성과 기업운영과 투자를 위한 수익성 확보라는 두 가지 목표가 빈번하게 충돌하고 있는 분야이다. 우리나라에서도 상장된 8개의 공기업 중에서 5개 기관이 에너지 분야에 해당된다. 따라서 이러한 해외 주요국에서 에너지 산업에 속한 상장 공기업을 연구함으로써 상장 공기업의 수익성과 공익성을 균형 있게 관리하는 방법을 파악할 수 있을 것이다.

본 과제는 이러한 연구목적을 달성하기 위해 상장 공기업이 다수 존재하거나 상장이 활발하게 일어나고 있고, 공기업 관리의 특징이 각기 다른 4개국(프랑스, 핀란드, 노르웨이, 뉴질랜드)에 대해 사례분석을 하고자 한다. 우선 각 국가의 상장 공기업 현황과 상장 공기업 관리 현황을 조사한다. 그리고 공기업 상장의 배경과 목적, 상장 진행과정과 쟁점, 상장 이후의 변화와 효과, 상장기관 운영상의 이슈를 파악한다. 특히 상장 공기업 관리의 목표, 수익성과 공공성의 균형, 정부의 주주권 행사 방법 등에 대하여 중점적으로 살펴볼 것이다.

또한 에너지분야에 속한 상장 공기업의 사례분석을 실시하여 에너지 분야

공기업의 상장이 빈번하게 이루어지는 배경과 상장 이후의 공기업 관리에 대해 살펴보고자 한다. 특히 상장 이후 자율성과 효율성의 변화, 재무성과 분석 등을 통해 에너지분야 공기업의 상장 이후 변화에 대해 살펴볼 것이다.

해외 주요국의 상장 공기업에 대한 조사는 우선적으로 OECD 공기업 작업반의 보고서, 각국의 공기업 연차보고서, 주요 상장 공기업의 홈페이지상의 정보와 재무정보를 수집 및 분석할 것이다. 해외 주요국의 상장 공기업 관리에 대한 심층조사를 위해서는 해외 주요국을 방문하여 각 정부의 공기업 관리 담당자와 주요 상장 공기업의 면접 조사를 실시할 것이다. 본 과제는 이러한 해외 주요국의 상장 공기업 관리에 대한 분석을 통해 우리나라 상장 공기업 관리의 개선 방안을 제시하고자 한다. 특히 상장 공기업의 자율성 제고 방안, 상장 공기업의 유형구분, 관리 목표 및 평가 방안, 공공성과 수익성에 대한 관리에 있어 향후 개선할 점을 제시할 것이다.

---

## II. 공기업 상장의 개념과 배경

---

### 1. 공기업의 소유권과 상장

공기업(SOE, State-Owned Enterprises)은 국가마다 다르게 정의되고 운영되고 있지만 일반적인 의미는 정부가 지분을 소유하고 있고, 시장에서 활동하는 기업성 성격을 가진 기관을 의미한다. OECD 공기업 지배구조 가이드라인(OECD, 2015, p.14)에서는 공기업을 “정부가 소유권을 행사하는 법적 기업”이라고 정의하고 있다. 정부의 소유권 행사에는 정부가 과반수 이상의 지분을 소유하고 있거나 과반수 이상의 의결권을 행사할 수 있음을 뜻한다. 1980년대 중반부터 전 세계적으로 시작된 민영화는 공기업의 소유권과 경영권을 민간에 이양하여 시장의 자율적인 원리를 적용함으로써 공기업의 효율성을 제고하고 공기업의 경영합리화, 재정수입 확대 등을 목적으로 하고 있다.

정부 지분을 매각하는 방식은 크게 두 가지로 구분 할 수 있다. 첫 번째는 공기업의 주식 인수를 희망하는 대상자에게 직접 매각하는 방식으로, 이는 작은 공기업처럼 쉽게 매각이 가능한 경우나 자본시장에 매각하는 것이 어려운 경우에 사용하는 방법이다. 두 번째는 정부가 보유한 주식을 자본시장을 통해 판매하는 경우이다. 이 방법은 불특정 다수에게 주식을 광범위하게 매각함으로써 소유권을 분산시킬 수 있고, 매각과정이 시장을 통해 투명하게 진행되기 때문에 특정기업에 대한 특혜논란을 줄일 수 있다.<sup>1)</sup>

정부가 공기업 지분의 50% 이상을 매각하여 민간이 기업의 50% 이상을 소유하고 경영권을 행사하게 되면 민영화가 이루어졌다고 볼 수 있고, 정부가 50% 이상의 지분을 유지할 경우 공기업으로 유지가 된다. 공기업의 상

---

1) 오수근(2008). p. 9.

장은 공기업의 정부지분을 매각하는 방법 중의 하나로서, 자본시장을 통해 공기업의 지분을 매각하고 이후 자본시장에서 거래가 일어나도록 하는 것이다. 정부가 상장 이후에도 기업 지분의 50% 이상을 보유한 경우 이 기업은 상장 공기업이라고 할 수 있다. 상장 공기업의 특징은 이와 같이 지분이 정부와 민간 등 폭넓은 주주에게 소유되어 있다는 것이고, 이러한 지분이 자본시장을 통해 거래되는 것이다. 이는 민간이 공기업의 지분을 소유하게 됨으로써 민간기업의 효율성을 도입할 수 있고, 지분을 자본시장에서 거래한다는 측면에서 상장기업의 투명성과 자본 접근성을 공기업에 도입할 수 있다는 것을 의미한다. 또한 상장 공기업은 정부가 지분이나 의결권의 50% 이상을 지속적으로 보유함으로써 정부의 영향력을 그대로 유지할 수 있다는 점에서 경영권이 민간으로 이양되는 민영화와는 차이가 있다.

〈표 11-1〉 기업의 소유권과 상장에 따른 구분

소유권/경영권 \ 상장 여부	상장	비상장
공기업	상장 공기업	비상장 공기업
민간기업	상장 민간기업	비상장 민간기업

자료: 저자 작성

민영화의 범위에 따라 완전민영화와 부분민영화로 구분하기도 하는데 이는 소유권과 운영권이 민간으로 모두 이양된 경우를 완전민영화라고 하고, 일시에 지분 매각이 어려워 시간적 간격을 두고 점진적으로 매각하기로 결정하거나 지분의 일부만을 매각한 경우를 부분민영화라고 한다.<sup>2)</sup> 이와 같이 부분민영화를 완전민영화로 가기 위한 중간 단계로 보는 경우도 있지만 중간단계가 아닌 최종적인 목적으로 부분민영화를 정의하기도 한다. 즉 정부가 보유한 주식의 일부만을 매각함으로써 일종의 혼합소유기업(Mixed Ownership)을 만드는 것이다.<sup>3)</sup> 혼합소유기업은 경영권을 누가 가지고 있는

2) 한국공기업학회(2008), p. 15.

3) 한국공기업학회(2008), p. 70.

지 판단하기 어려운 경우가 많은데, 정부지분이 50% 미만이라 하더라도 정부가 최대주주이거나 정부가 지분보다 많은 의결권한을 행사할 수 있다면 공기업처럼 운영될 수 있기 때문이다. 부분민영화 또는 혼합소유제는 완전 민영화에 비해 다음과 같은 장점을 가진다. 첫째, 상대적으로 적은 양의 주식을 매각하는 것이기 때문에 매매가 쉽고 주식 시장의 상태에 따라 매매를 조절할 수 있다. 둘째, 정책적인 산업의 경우 지분매각 이후에도 계속하여 정부의 영향력을 행사할 수 있다. 셋째, 잔여 지분이 있기 때문에 추후 추가적인 지분매각을 통해 재원을 마련할 수 있다(한국공기업학회, 2008, p.70). 넷째, 정부의 지배력과 공공성이 유지된다는 측면에서 기존의 민영화보다 정치적 반발을 적게 받을 수 있다는 점이다. 공공성이 높은 사업을 운영하는 공기업의 경우 민영화로 인해 공공요금 인상, 공공사업의 포기, 고용불안 등의 부작용이 발생할 우려가 있다.<sup>4)</sup> 따라서 소유권의 일부는 민간에 일부 매각했지만, 정부가 운영권을 여전히 행사하는 부분민영화가 정치적 수용도가 높을 수 있다.

부분민영화는 이전에는 완전민영화로 진행되는 중간단계로 받아들여졌으나 최근 공기업의 상장은 혼합소유제(Mixed Ownership Model) 형태의 공기업을 최종목표로 하는 부분민영화를 지향하는 사례가 증가하고 있다. 이는 1980년대 중반부터 시행되었던 민영화의 열풍으로 인해 민영화가 가능한 대상기업이 민영화가 완료된 상태이고, 남아 있는 공기업에 대해 새로운 활력을 부여하고 시장원리를 도입하는 새로운 대안으로 이러한 혼합소유제가 선호되고 있기 때문이다. 이러한 혼합소유제로 이행하기 위해 가장 선호되는 방법이 주식상장이며, 이를 통해 자본시장에서 지분을 매각할 수 있다.

공기업 상장을 통한 혼합소유제의 도입의 특징은 주식의 거래가 지속적으로 이루어져도 정부의 소유권과 경영권을 보호하기 위한 장치들이 동반된다는 것이다. 그러한 장치는 크게 두 가지이다. 하나는, 정부 지분의 최소 한도를 법에 명시하여 정부의 소유지분에 대한 의무조항을 공표함으로써 이 기업이 정부의 영향 아래 공기업으로 계속 운영될 것이라는 것을 보장한다.

---

4) 이민정·이수연·이호영(2009), pp. 245~277.

다른 하나는, 정부 지분이 50%가 되지 않더라도 정부의 지배력을 유지하기 위하여 다양한 경영권 보호 장치가 활용될 수 있다. 적대적인 인수합병을 방지하거나 정부의 의사결정권한을 보호하기 위해서는 황금주(Golden share) 제도, 차등의결권 제도, 국민주제도, 안정주주제도, 1인 지분소유 제한, 국가지주회사 도입 등의 방법이 활용되고 있다.

## 2. 공기업 상장의 배경과 목적

1980년대부터 공기업 민영화가 전 세계적으로 활성화되었고 이의 방법으로 공기업의 상장이 추진되었다. 완전 민영화를 목적으로 하는 상장도 있었지만 정부의 일정지분을 유지하여 정부의 영향력을 유지하고자 하는 부분 민영화를 위한 상장도 있었다.

최근 OECD에서는 공기업의 상장에 대한 높은 관심을 보이고 있으며, 회원국의 공기업 상장 사례를 수집하여 분석하고 있다(OECD, 2014c). OECD는 회원국에서 공기업 상장을 하는 목적을 8개로 구분하고 있다. 회원국은 공기업의 상장으로 인해 시장원리 도입을 통한 성과의 향상, 자본시장의 발달과 주식시장의 활성화, 민영화 수익 극대화화 및 자본확대, 공기업의 자금 유치, 공기업의 투명성 및 효율성 개선, 공공지출한도에서 공기업 제외, 지배구조 수준 향상, 주식시장에서 시민투자 장려 등을 이루고자 한다. 공기업의 상장으로 인해 변화가 발생할 분야로는 상업성 지향, 자금 및 투자접근성 향상, 이사회 독립성, 공공성 목표의 수행, 투명성 및 정보공개, 기업의 사회적 책임, 정부 영향력 분야라고 분석하고 있다(OECD, 2014c).

〈표 II-2〉 OECD가 분류한 공기업의 상장 목표와 상장 이후의 변화 분야

상장 목표	상장 이후의 변화 분야
1. 시장원리 도입을 통한 성과 향상	1. 상업성 지향 4. 공공성 목표 사업 변화 7. 정부 영향력의 변화
2. 자본시장 발달 /주식시장 활성화	
3. 민영화 수익 극대화/자본확대	
4. 공기업의 자금 유치	2. 자금 및 투자 접근성 향상
5. 공기업의 투명성 및 효율성 개선	5. 투명성 및 정보공개
6. 공공지출한도에서 공기업 제외	
7. 지배구조 수준 향상	3. 이사회 독립성
8. 주식시장에서 시민 투자 장려	
9. 기타	6. 기업의 사회적 책임

자료: OECD(2014c), p. 11, p. 20.

### 3. OECD 회원국의 상장 공기업 현황

#### 가. 국가별 상장 공기업

1980년대에서 1990년대는 전 세계적으로 민영화의 바람이 일었고 이로 인해 수많은 공기업이 민영화되었다. 그러나 민영화로 인해 공공요금과 가격의 상승 등이 발생하였고 이에 대한 부작용과 반발로 인해 2000년대 중반 이후 OECD 국가에서 민영화는 눈에 띄게 줄어들었다. 반면 1990년대 이후 공기업의 공익성 역할, 정부의 지배력을 유지하면서 민간의 효율성과 경쟁력을 도입하는 방안으로 공기업의 상장을 활용한 혼합소유제가 확산되고 있다. 프랑스는 2005년부터 주요 공기업인 EDF, ADP, Engie(GDF Suez), Areva에 대한 상장을 실시하였는데 이 과정에서 정부는 EDF는 70%, ADP는 50%, Engie(GEF Suez)는 33%로 정부의 일정 지분을 유지할 것을 법률에 명시하여 정부의 지배력이 유지되도록 하였다<sup>5)</sup>. 뉴질랜드는 2012년부터 정부가 과반수 지분을 유지하는 혼합소유제에 기반한 공기업 개혁을 실시하여

5) 프랑스 국가투자청(APE) 담당자 인터뷰(2015.10)

최대규모 3개 전력회사를 상장시켰는데 이 경우에도 정부는 50% 이상의 지분을 유지할 것을 법률에 명시하였다.<sup>6)</sup>

OECD가 발간한 보고서(OECD, 2014c)에 따르면 OECD 회원국에서 2012년 기준으로 상장 공기업을 보유한 국가는 자료를 제출한 31개 국가 중에서 20개 국가에 해당한다. 호주, 캐나다, 에스토니아, 독일, 아일랜드, 이스라엘, 일본, 멕시코, 네덜란드, 포르투갈, 스웨덴의 11개 국가는 정부지분이 50% 이상인 상장 공기업이 없는 것으로 밝히고 있다. 상장 공기업이 있다고 보고한 20개 국가 중에서 정부가 50% 이상 과반수 지분을 소유한 상장 공기업의 가장 많이 보유한 국가는 한국(8개), 이탈리아(7개), 폴란드(6개), 터키(6개), 그리스(5개), 슬로베니아(4개), 칠레(3개), 핀란드(3개), 프랑스(3개), 노르웨이(3개), 미국(2개), 오스트리아(2개)의 순이다. 뉴질랜드는 2009년에는 1개의 과반수 지분 상장 공기업이 있었지만 그 후 3개의 공기업을 상장함으로써 2015년 기준 4개의 과반수 지분 상장 공기업을 보유하고 있다.

정부가 10% 이상, 50% 미만의 지분을 보유한 소수지분 상장 공기업은 핀란드와 프랑스가 각각 12개, 11개로 가장 많고 폴란드 10개, 이탈리아 6개, 노르웨이 5개의 순으로 나타나고 있다. 정부가 최소 10% 이상의 지분을 소유한 전체 상장 공기업의 수는 폴란드가 16개로 가장 많으며, 핀란드 15개, 프랑스 13개, 한국 10개<sup>7)</sup>, 노르웨이와 이탈리아 8개의 순이다<sup>8)</sup>.

---

6) 뉴질랜드 재무성 공기업운영부(Commercial Operating Group) 담당자 인터뷰(2015.09)

7) 한국의 상장 공기업에는 과반수 지분을 가진 8개의 상장 공기업과 소수지분 2개 상장기업이 있음. 소수지분 기업은 롯데산업개발(주), 한국항공우주(주)로 각각 기획재정부 지분 16.8%, 정책금융공사 지분 26.41%가 있다고 보고됨(OECD, 2014b, p. 61). 롯데산업개발(주)은 2013년 용산역세권 개발사업으로 부도가 나 2013년 3월부터 법정관리를 받으며 정부 지분이 한시적으로 증가한 것이며 법정관리는 2013년 9월 종료. 2015년 12월 기준 기획재정부의 지분은 6.13%임. 한국항공우주(주)는 2015년 12월 현재 산업은행이 26.41%를 보유하고 있음(기획재정부 경영정보공개시스템 알리오, [www.alio.go.kr](http://www.alio.go.kr), 검색일자: 2015.12.28)

8) OECD(2014b), pp. 18~21의 수치를 기반한 통계임. 뉴질랜드, 핀란드, 프랑스, 노르웨이는 최근연도 공기업 연차보고서의 수치로 업데이트함

〈표 II-3〉 OECD 국가별 상장 공기업과 비상장 공기업 현황

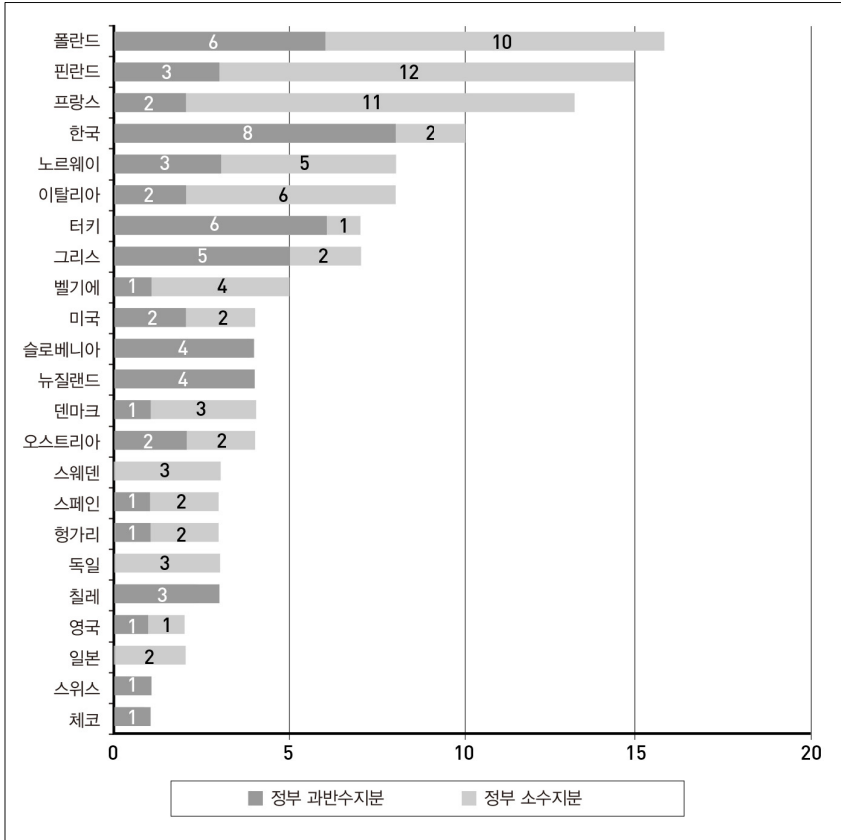
(단위: 개, 명, 십억달러)

국가명	정부 과반수 지분 상장 공기업			정부 과반수 지분 비상장 공기업			준정부기관 (Statutory or quasi corporations)			전 체		
	기업 수	고용 인원	기업 가치	기업 수	고용 인원	기업 가치	기업 수	고용 인원	기업 가치	기업 수	고용 인원	기업 가치
호주	-	-	-	5	9,288	7.4	10	40,657	10.9	15	49,945	18.3
오스트리아	2	26,281	11.1	6	47,872	9.7	1	8	1.2	9	74,161	22.1
벨기에	1	15,859	9.1	7	72,617	1.1	-	-	-	8	88,476	10.2
캐나다	-	-	-	-	-	-	47	86,558	28.3	47	86,558	28.3
칠레	3	268	1.1	7	4,778	3.5	24	43,854	17.6	34	48,900	22.2
체코	1	31,300	18.6	89	33,900	12.5	35	75,100	9.2	125	140,300	40.3
덴마크	1	621	0.1	10	8,867	8.2	6	13,335	3.6	17	22,823	11.9
에스토니아	-	-	-	29	16,046	3.6	24	9,170	1.9	53	25,217	5.4
핀란드	3	21,761	19.8	37	60,916	15.6	2	2,083	8.8	42	84,760	44.2
프랑스	3	165,477	45.1	34	309,109	45.2	20	1,109,915	21	57	1,584,501	111.4
독일	-	-	-	71	349,197	46.6	1	6	0.7	72	349,203	47.3
그리스	5	17,755	2.2	47	27,503	10.8	-	-	-	52	45,258	12.9
헝가리	1	1,920	0.1	370	123,004	6.6	-	-	-	371	124,924	6.6
아일랜드	-	-	-	24	39,582	31.9	-	-	-	24	39,582	31.9
이스라엘	-	-	-	34	54,959	48.9	-	-	-	34	54,959	48.9
이탈리아	7	276,892	157	10	250,019	69.2	-	-	-	17	526,911	226.1
일본	-	-	-	8	37,493	185.4	16	26,680	153.9	24	64,173	339.3
한국	8	42,607	41.4	49	86,628	159.5	-	-	-	57	129,235	200.9
멕시코	-	-	-	46	..	3.2	23	..	80	69	..	83.2
네덜란드	-	-	-	26	78,286	60.3	-	-	-	26	78,286	60.3
뉴질랜드	1	7,631	0.8	15	18,861	11.5	2	4,596	2.8	18	31,088	15.1
노르웨이	3	63,187	108.6	25	49,261	105.3	17	108,597	29.8	45	221,045	243.7
폴란드	6	36,074	27.8	295	117,738	31.1	25	5,918	2.6	326	159,730	61.6
포르투갈	-	-	-	33	70,981	10.7	51	100,553	-3	84	171,534	7.7
슬로베니아	4	11,502	1.5	35	40,537	11.2	-	-	-	39	52,039	12.6
스페인	1	20,358	1.3	44	10,787	1.4	8	64,444	2.8	53	95,589	5.5
스웨덴	-	-	-	46	132,727	49.2	3	2,881	1.8	49	135,608	51
스위스	1	19,514	21.7	1	7,739	0.9	2	73,845	17.1	4	101,098	39.7
터키	6	46,755	26.2	39	188,145	57.5	5	11,171	7.1	50	246,071	90.8
영국	1	137,200	57.5	11	16,804	7.7	5	178,597	1	17	332,601	66.2
미국	2	1,045	0.1	1	20,000	6.2	16	577,965	7.2	19	599,010	13.5
총 계	60	944,007	551.1	1,454	2,283,644	1021.9	343	2,535,933	406.3	1857	5,763,585	1979.1

자료: OECD(2014b), pp. 12~13.

[그림 II-1] OECD 국가별 상장 공기업 수

(단위: 개)



자료: OECD(2014b), pp. 18~21의 자료를 활용하여 저자가 작성. 뉴질랜드, 핀란드, 프랑스, 노르웨이는 최근연도 연차보고서의 수치로 업데이트함

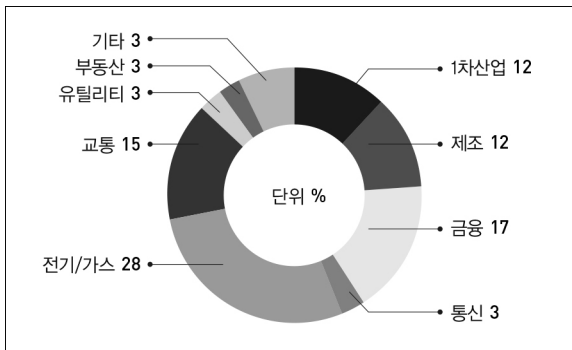
### 나. 산업분야별 상장 공기업

OECD 회원국의 상장 공기업을 분야별로 분류해 보면 정부가 과반수 이상의 지분을 소유한 상장 공기업에서 가장 많은 수를 차지하는 분야는 전기/가스/에너지 분야인 것으로 나타났다. 전기/가스/에너지 분야는 전체 60개 상장 공기업 중에 17개(28.3%)에 해당하며 고용자 수는 전체 상장기업 수의 37.0%, 기업가치 측면에서는 전체의 46.9%로 여러 분야 중에서 압도적으로

높은 비율을 보여주고 있다. 그다음으로는 금융, 교통, 제조 분야에서 상장 공기업의 수가 많은 것으로 나타나고 있다. 고용자 수와 기업가치 면에서 금융업이 높은 것으로 나타났다. 비상장 공기업 중에서는 교통 분야의 공기업이 고용자 수의 39.5%, 기업가치의 23.1%로 가장 비율이 높은 것으로 나타났다. 준정부기관 중에서도 교통 분야의 공공기관이 고용의 38.4%, 기업가치의 13.4%를 차지하고 있어 가장 높은 비율로 나타나고 있다.

[그림 II-2] OECD 회원국의 정부 과반수지분  
상장 공기업의 산업별 분포(기관 수 비율)

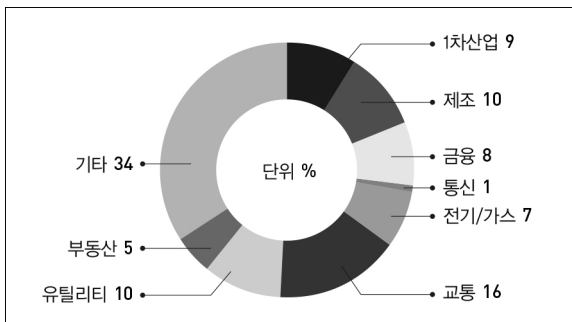
(단위: %)



자료: OECD, 2014b, p. 15의 자료를 이용하여 저자 작성

[그림 II-3] OECD 회원국의 전체 공기업의  
산업별 분포 (기관 수 비율)

(단위: %)



자료: OECD, 2014b, p. 15의 자료를 이용하여 저자 작성

〈표 II-4〉 OECD 국가의 분야별 공기업 현황(2012년 말 기준)

(단위: 개, 명, 십억달러)

	정부 과반수지분 상장 공기업			정부 과반수지분 비상장 공기업			준정부기관 <sup>2)</sup> (Statutory or quasi corporations)			전체		
	기업 수	고용자 수	기업가치	기업 수	고용자 수	기업가치	기업 수	고용자 수	기업가치	기업 수	고용자 수	기업가치 <sup>1)</sup>
전체	60	944,007	551.0	1454	2,283,645	1022.7	343	2,535,933	465.4	1857	5,763,585	2039.2
1차 산업	7	114,896	104.7	143	91,497	31.0	25	36,256	53.0	175	242,649	188.7
제조	7	128,330	12.9	147	119,720	22.5	23	32,228	1.0	177	280,278	36.4
금융	10	202,613	85.3	95	112,703	204.4	47	46,874	217.1	152	362,190	506.8
통신	2	71,764	55.9	10	10,569	3.3	4	1,907	1.5	16	84,240	60.7
전기/가스	17	349,639	258.3	100	189,894	215.4	6	14,823	46.2	123	554,356	519.9
교통	9	65,170	16.4	229	902,685	235.7	52	974,478	62.4	290	1,942,333	314.5
유틸리티	2	2,803	0.6	157	282,942	184.2	34	822,430	9.0	193	1,108,175	193.8
부동산	2	1,896	7.2	85	4,306	19.3	13	6,289	7.7	100	12,491	34.2
기타	4	6,896	9.7	488	569,328	106.8	139	600,648	67.7	631	1,176,872	184.2

주: 1) 상장기업은 시장가치, 비상장기업은 정부가치로 기업가치 측정함. 결측치는 0으로 처리함

2) 대상국은 OECD 34개국 중 31개국으로 아이슬란드, 룩셈부르크, 슬로바키아는 자료 부족으로 포함되지 않음  
파트너국인 콜롬비아, 리투아니아는 개별 국가별 표를 이용하여 제외함

자료: OECD(2014b), p. 15.

## 4. 선행 연구

상장 공기업은 기업의 주식이 자본시장에서 공개적으로 거래되는 공기업을 의미한다. 상장 공기업은 민간상장기업과 동일하게 주식의 거래가 발생하지만, 주식의 상당 부분을 정부 혹은 공공기관이 소유하여 정부의 지배력 하에서 기관의 운영이 이루어진다. 공기업의 상장은 두 가지 측면에서 바라볼 수 있다. 하나는, 정부에 집중된 소유권이 민간을 포함한 다양한 소유권자에게 분산되는 혼합소유권(Mixed Ownership Model)이라는 측면, 다른 하나는, 주식이 자본시장에서 공개적으로 거래되는 기업의 상장이라는 측면이다.

혼합소유권은 정부의 소유권을 민간에게 개방하는 것으로 민간지분이 증가한다는 점에서 민영화와 유사한 측면이 있다. 또한 상장 공기업 중에는 정부의 지분을 50% 이상 매각하는 완전 민영화를 진행하는 과정에서 중단이 이루어져 정부가 지배력을 유지할 수 있는 지분을 보유한 상태도 존재한다<sup>9)</sup>. 혼합소유권 모델은 소유권자가 다양해짐으로써 소유권자 간 이해관계의 충돌이 발생할 수 있으며 특히, 공익성을 중시하는 정부와 수익성을 우선으로 하는 다른 주주와의 사이에 갈등이 발생할 여지가 있다.

기업의 상장이라는 측면은 공기업의 지분을 자본시장에서 공개적으로 거래할 수 있도록 하는 것을 의미한다. 상장(Listing)은 “기업이 발행한 주식을 유가증권시장에서 자유롭게 매매될 수 있도록 증권거래소에 거래와 관리를 위탁하는 것”<sup>10)</sup>을 말한다. 이러한 상장을 통해 기업은 다양한 재무적 효과와 비재무적 효과를 기대할 수 있다. 재무적 효과로는 다양한 자금을 용이하게 조달하는 것이 가능해지고, 이자율 하락 등으로 금융비용을 절감할 수 있으며 주주들의 투자자본 회수 및 자본이득 실현이 가능해지는 효과이다. 비재무적 효과로는 상장으로 인해 기업의 대외적 인지도와 신용도가 상승하며, 투명성 제고, 우수인력 유치 등의 효과이다<sup>11)</sup>.

9) 이민정 외(2009)에서는 이를 부분민영화라고 칭하고 있으며 가스공사의 경우가 이에 해당함

10) 박한준·허경선(2014), p. 41.

민간기업과 차별되는 공기업의 가장 큰 특징은 공기업은 정부에 의해 설립되어 정책적인 목적이나 기능 등의 면에서 공익성을 추구한다는 점이다. 이는 민간기업이 추구하는 수익성 목표에 추가되는 운영목표로, 공기업은 공익성과 수익성을 모두 추구해야 한다는 특징이다(OECD, 2014c). 공기업이 상장 된 이후 가장 큰 변화는 주주가치를 극대화하기 위해 수익성을 우선적으로 추구해야 하는 것이다. 그리고 수익성을 추구하면서 기존에 수행

〈표 II-5〉 상장 공기업과 정부 100% 소유 공기업의 지배구조 비교

지배구조 특징	상장 공기업	정부 100% 소유 공기업
상업/비상업 목표 간 균형	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 주주가치 극대화에 초점</li> <li>- 수익성을 추구하는 소액주주와 사회적/정치적 목표를 따르는 정부가 충돌할 잠재적 갈등 존재</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 공익성 목표와 수익 극대화를 동시에 추구하는 DBL(double bottom line) 기업</li> </ul>
이사회와 경영진의 선택 및 계약	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 이사회 독립성은 CEO를 모니터링 하는 것에 주요역할로서 작용하는 추진력임</li> <li>- 모든 주주의 이익을 위해 행동함</li> <li>- 정부와 균형을 잡을 수 있음(하지만 여전히 정부가 대주주로서 이사를 선임할 위험 있음)</li> <li>- 전문성을 보유한 이사와 경영진은 경쟁을 거쳐 선택됨</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 이사회는 정부 임명 이사와 독립적인 사외이사 모두 포함</li> <li>- 성과지향적 이사회와 반대로 정부의 정치적 간섭과 정책 순응 가능성</li> </ul>
투명성, 책임, 정보공개	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 주식시장 상장요건과 증권법을 따름</li> <li>- 국제적으로 합의된 방법에 따른 회계기준 적용</li> <li>- 외부감사에 따름</li> <li>- 공기업도 예외 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 잠재적으로 모니터링할 인센티브가 더 약함</li> <li>- 구분회계가 부족하기 때문에 정보가 불완전함</li> </ul>
성과 및 위험	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 주가와 재무비율이 성과지표임</li> <li>- 단기적으로 더 위험한 프로젝트에 투자함</li> <li>- 여전히 정부의 지지가 암묵적/명시적 보증을 보장함</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 연성예산제약뿐 아니라, 공공지출 제한도 받음</li> <li>- 장기적으로 더 위험을 기피함</li> </ul>
인센티브 기반의 성과	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 스톡옵션과 함께 실적에 따른 연봉 계약</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 인센티브 영향력 낮음</li> </ul>

자료: Pargendler et al.(2013), 박한준·허경선(2014), p. 33에서 재인용

11) 박한준·허경선(2014), p. 41.

하던 공익성 목표를 어떻게 균형있게 조화시켜 나갈지가 공기업의 상장으로 인해 가장 먼저 생각해 보아야 할 이슈이다.

공기업의 소유권과 지배구조의 변화, 특히 공기업의 민영화와 관련하여서는 많은 연구가 이루어져왔지만<sup>12)</sup> 공기업의 상장에 대한 연구는 아직까지 많은 관심을 받지 못하고 있다. 공기업의 민영화는 공기업의 비효율성과 낮은 성과를 극복하는 대안으로 소유권을 민간에게 이양함으로써 민간부분의 경쟁원리를 도입하여 공기업의 경영성과가 제고될 것을 기대하며 진행되었다. 이러한 민영화의 성과와 한계를 분석하는 연구는 다양한 접근을 통해 이루어져 왔다. 반면 공기업의 상장에 대해서는 아직까지 활발한 연구가 진행되지는 않고 있다. 상장 공기업을 부분민영화로 정의하고, 부분 민영화의 성과를 보거나(이민정 외, 2009), 민영화 이후 정부의 지배력을 분석하는 연구(Bortolotti and Faccio, 2009), 상장 공기업의 성과분석 (박정수·홍유화, 2010)에 관한 연구가 소수 이루어졌다. 이는 공기업의 상장이 갖는 의미나 중요성, 변화와 효과 등에 아직까지 많은 관심이 주어지지 않고 있기 때문이라고 볼 수 있다. 그러나 민영화의 진행이 어느 정도 완료되었고 공공기관의 민영화에 대한 반감이 매우 높아진 상황에서 공공기관의 공익성은 유지하면서 공공기관의 효율성 제고와 정부재정의 개선, 자본시장의 활성화를 동시에 추구할 수 있는 공공기관 상장은 앞으로 정책적 관심이 지속적으로 높아지는 분야라고 볼 수 있다.

우리나라 상장 공공기관에 대한 연구를 본격적으로 시도한 최근의 연구(박한준·허경선, 2014)에서는 우리나라에서 상장이 이루어진 8개 공기업에 대하여 상장 배경과 효과, 공익성 역할의 변화, 관리 및 자율성의 한계에 대하여 심층 분석을 진행하였다. 저자들은 이 연구에서 공기업 상장이 재정확충, 자본시장 활성화, 기관의 투명성과 책임성 제고 등에는 일정 정도 효과가 있었으나 상장 이후 해당 공기업의 효율성이 획기적으로 개선되었다고 보기는 어렵다고 판단하고 있다. 효율성 개선이 이루어지기 어려웠던 원인

---

12) 공기업 민영화에 대한 상세한 선행연구 분석은 Megginson and Netter(2001), 박기백·박상원(2010)의 pp. 72-83을 참조할 것

으로는 상장 이후에도 공기업에 대한 정부의 감독과 관리가 이전과 동일하게 이루어지고 있고, 상장 공공기관의 수익성과 기업가치 제고에 대한 정부의 관심이 크지 않으며, 각종 요금 등의 규제로 인해 기관의 수익성에 대한 변화가 어려웠기 때문이라고 보고 있다. 특히 8개의 상장 공공기관 중에서 정부가 직접지분을 가지고 있는 4개 기관 (한국전력공사, 한국가스공사, 한국지역난방공사, 중소기업은행)의 수익성이 크게 개선되지 않고 있는데, 이는 정부가 직접지분을 소유한 기관에 대한 정부의 감독과 규제가 더욱 높고 요금 등에 대한 규제와 공익성 의무가 더 크기 때문이라고 판단하였다. 따라서 상장 공공기관의 수익성에 대한 관심과, 이를 달성하기 위한 기관의 자율성과 책임이 지금보다는 확대될 필요가 있다고 제시하고 있다.<sup>13)</sup> 이를 위해서는 상장 공공기관에 대한 별도의 유형구분과 차별적인 관리정책이 필요함을 강조하고 있다. 그러나 이 연구에서는 우리나라의 상장 공공기관에 대한 연구에 집중함으로써 공공기관 상장에 대한 다양한 경험을 가지고 있는 다른 국가의 공공기관 상장의 효과성이나 상장 공공기관 관리 방식과 비교 연구가 어려웠다는 한계를 지적할 수 있다.

따라서 상장 공기업을 보유한 해외 주요국가의 사례를 분석하여 우리나라 상장 공기업 관리의 개선점을 도출하기 위한 시사점을 제시하는 것이 필요하다.

## 5. 연구대상과 방법

본 과제의 주요 연구대상은 해외 주요국의 상장 공기업이다. 이를 위해 상장 공기업을 다수 보유하고 관리방식에 있어 다양한 방식을 활용하고 있는 프랑스, 핀란드, 노르웨이, 뉴질랜드 4개국을 선정하였다. 본 연구는 크게 각 국가의 공기업 상장의 배경, 상장 공기업 현황과 상장 공기업 관리제도, 상장 이후 공기업의 변화에 초점을 맞추어 사례를 분석하였다. 이를 위

---

13) 박한준·허경선 (2014), 『상장 공공기관 관리 및 운영체계에 대한 연구』, 한국조세재정연구원, p. 182.

하여 문헌의 수집과 분석, 해당 국가 상장 공기업 관리를 담당하는 부처를 방문하여 심층 인터뷰와 자료수집을 실시하였다. III장에는 프랑스, 핀란드, 노르웨이, 뉴질랜드 4개 국가의 공기업 관리제도, 공기업 민영화와 상장배경, 상장 공기업 현황과 관리제도 현황이 포함되어 있다. IV장에서는 상장 이후 공기업의 변화를 좀 더 객관적으로 분석하기 위해서 실증분석을 실시하였다. 4개 국가 상장 공기업의 재무자료를 Thomson Reuters의 Eikon Database<sup>14)</sup>에서 수집하여 Wilcoxon 부호순위검정을 이용하여 분석하였다. 또한 'Fortune Global 500'에 선정된 주요기업을 정부가 과반수 이상을 보유한 공기업과 민간기업으로 분류하여 재무성과의 특징을 분석하였다. 이러한 분석을 종합하여 우리나라 상장 공기업 관리에 대한 개선점을 V장에 제시하였다.

---

14) Thomson Reuters, Eikon Database

---

### Ⅲ. 해외 주요국의 상장 공기업

---

본 장에서는 해외 주요국의 상장 공기업 현황과 관리제도, 상장 이후의 변화 등에 대하여 프랑스, 핀란드, 노르웨이, 뉴질랜드 4개 국가에 대해 살펴 볼 것이다. 4개 국가는 상장 공기업을 다수 보유하고 있고, 정부의 공기업 관리방식이 상이하며, 특히 에너지 분야에 대규모 상장 공기업을 보유하고 있다. 프랑스, 핀란드의 공기업관리는 중앙집중형으로 특정부서에서 정부의 공기업 소유권을 행사하고 있다. 프랑스는 경제재정산업부 산하의 국가투자청(APE), 핀란드는 총리실의 공기업관리부에서 공기업을 관리한다. 반면 노르웨이는 부처별로 공기업의 소유권이 분산되어 있으며, 산업부 공기업관리과에서 공기업관리의 총괄부서 역할을 담당한다. 뉴질랜드의 공기업 소유권도 해당 공기업의 주무부처와 공기업부가 보유하고 있으며, 상업성공기업의 소유권 행사는 재무성의 공기업관리실(Commercial operations group)에서 주무부처를 지원하여 집중적으로 행사한다.<sup>15)</sup>

프랑스와 핀란드, 노르웨이는 정부가 관리하는 정부투자기업의 범위에 정부가 과반수 이상의 지분을 가진 공기업 외에도 정부가 소수지분을 가지고 있는 기업도 포함되어 있다. 프랑스는 소수지분을 가진 기업을 국가투자청(APE)에서 직접 관리하며 노르웨이는 소수지분 기업을 정부가 부처별로 직접 관리한다. 핀란드는 50% 미만의 정부지분이 있는 기업을 솔리디움 지주회사에서 관리하고 있다.<sup>16)</sup> 정부가 소수지분을 가졌다 하더라도 정부가 최

---

15) 프랑스 국가투자청(APE) 홈페이지, [www.economie.gouv.fr/agence-participations-etat](http://www.economie.gouv.fr/agence-participations-etat), (2015.8.20.) 핀란드 공기업 관리부 홈페이지(SOSD), <http://vnk.fi/en/government-ownershipsteering>, (2015.8.28.) 노르웨이 통상산업부(Norwegian Ministry of Trade, Industry and Fisheries) 홈페이지, [www.regjeringen.no/en](http://www.regjeringen.no/en), (2015.8.20.) 뉴질랜드 재무성 공기업관리실 홈페이지, <http://www.treasury.govt.nz/tatesector/commercial/portfolio/bytype>, (2015.8.20.)

16) 각 국가의 상장 공기업 현황과 공기업 관리 특징은 국가별 정부의 공기업 담당부서 홈페이지와 공기업 연차보고서의 내용을 참고함

〈표 III-1〉 국가별 특징과 상장 공기업 보유현황

국가	특징	상장 공기업	
		과반수 지분	소수 지분
프랑스	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 상장 공기업 다수 보유</li> <li>• 중앙집권적 소유권 행사</li> <li>• 경제재정산업부 국가투자청</li> <li>• 정부지배력 유지(차등의결권, 포이즌 필, 황금주)</li> </ul>	2	11
핀란드	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 상장 공기업 다수 보유</li> <li>• 총리실 공기업관리부</li> <li>• 지주회사(솔리디움)을 통해 소수지분 상장 공기업 관리</li> <li>• 정부지배력 유지(차등의결권)</li> </ul>	3	11
노르웨이	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 부처별 소유권 행사</li> <li>• 산업부 공기업관리과에서 총괄</li> <li>• 다수의 상장 공기업과 에너지분야 공기업 보유</li> </ul>	3	5
뉴질랜드	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 혼합소유권(Mixed Ownership Model) 정책으로 신규상장 적극 추진</li> <li>• 주무부처와 공기업부가 소유권을 가지며 재무부 공기업관리실에서 상업성공기업의 관리 총괄</li> </ul>	4	0

자료: 프랑스·핀란드·노르웨이·뉴질랜드 공기업 연차보고서와 OECD(2014b), p. 15 자료를 이용하여 작성

대주주이거나 33% 이상의 지분을 소유한 경우에는 정부의 경영권을 유지하고 있어 공기업이라고 볼 수 있으나, 정부가 소수지분을 보유한 기업의 경영권이 민간기업인 경우도 포함되어 있으며 특히 핀란드 솔리디움이 관리하는 정부 소수지분회사의 경우 전체가 경영권을 민간이 행사하는 민간기업에 해당된다. 따라서 정부가 관리하는 기업의 범위가 프랑스, 핀란드, 노르웨이의 경우에는 정부가 해당 기업의 지분이나 의사결정권을 50% 이상 보유한 전통적 의미의 ‘공기업’ 외에도 정부가 전략적 목적이나 투자목적, 또는 민영화 매각과정 중에 소수지분을 보유한 기업도 포함된다.

## 1. 프랑스

### 가. 공기업 현황

#### 1) 공기업 관련 법 및 제도

프랑스 공기업의 역사는 오래되었으나, 2000년대에 들어서야 공기업의 개념이 법률로써 보다 명확하게 정립되었다. 프랑스 공기업에 관한 규정들은 여러 법령에 산재되어 있다. 사법의 적용을 받는 공기업이 존재하는 반면에 공법의 적용을 받는 공기업도 존재한다.

프랑스는 2004년 국가투자청(APE)을 설립하여 주주로서의 정부의 역할과 규제자 혹은 감독자로서의 정부의 역할을 분리하였고 국가투자청(APE)에서는 주주로서의 정부의 역할에 집중하여 담당하도록 하였다.<sup>17)</sup> 국가투자청(APE)은 정부가 100% 소유하거나 50% 이상 소유한 공기업뿐만 아니라 정부가 소수지분을 출자한 기업도 포트폴리오에 포함되어 있다.

공기업 운영에 관한 주요 법령으로는 공기업의 이사회 구성에 관해 규정하고 있는 「공공부문 민주화에 관한 법률」<sup>18)</sup>, 국가에 공기업 통제 권한을 부여하는 「경제 및 사회질서를 위한 특정 조직 및 국가공기업에 대한 국가의 통제에 관한 시행령」<sup>19)</sup> 및 「국가의 경제 및 재정 통제에 관한 시행령」<sup>20)</sup> 등이 있다.

2014년 8월에 도입한 「공공지분참여 기업의 지배구조 및 자본거래에 관한 명령(Ordonnance 2014-948 on Corporate Governance and Equity Transactions in Publicly Owned Companies)」<sup>21)</sup>은 정부가 출자한 기업에 대한 기본이

17) 프랑스 국가투자청(APE) 담당자 인터뷰(2014.10)

18) 「공공부문 민주화에 관한 법률(Loi n° 83-675 du 26 juillet 1983 relative à la démocratisation du secteur public)」

19) 「경제 및 사회질서를 위한 특정 조직 및 국가공기업에 대한 국가의 통제에 관한 시행령(Décret n°53-707 du 9 août 1953 relatif au contrôle de l'Etat sur les entreprises publiques nationales et certains organismes ayant un objet d'ordre économique ou social)」

20) 「국가의 경제 및 재정 통제에 관한 시행령(Décret n°55-733 du 26 mai 1955 relatif au contrôle économique et financier de l'Etat)」

21) 「2014년 8월 20일 공공지분참여 기업의 지배구조 및 자본거래에 관한 명령(Ordonnance

되고 있으며 정부출자기업의 지배구조를 상법에 가깝도록 단순화하거나 현대화하였으며 정부자본의 이전을 더욱 용이하게 이행할 수 있도록 개정하였다. 이 법은 기존 법령에 따른 공공기관이 아니더라도 정부가 10% 이상 출자한 기업에 대해 이사회 구성과 정부이사의 파견, 지배구조의 운용 등에 대하여 폭넓게 적용할 수 있도록 하고 있다.

프랑스 공기업은 일반 사기업과 같이 일원적 이사회(one-tier board system) 또는 이원적 이사회(two-tier board system) 중 하나의 방식을 선택하여 이사회를 운영할 수 있으나, 다수의 프랑스 기업들은 일원적 이사의 구조를 취한다.<sup>22)</sup> 이사의 구성은 해당 공기업이 적용받는 법령이 무엇인지에 따라서 차이가 있다. 「공공부문 민주화에 관한 법률」의 적용을 받는 공기업의 이사회는 정부 대표, 민간위원 및 근로자 대표로 구성되고, 그중 근로자 대표가 전체 이사회 정원의 3분의 1을 차지해야 한다.<sup>23)</sup> 반면에 「공공지분참여 기업의 지배구조 및 자본거래에 관한 명령」<sup>24)</sup>의 적용을 받는 공기업에서는 정부의 자본금 출자 정도에 따라서 정부 대표 이사와 근로자 대표 이사의 비율이나 인원수가 변동된다. 공기업이 「상법」의 적용을 받는 경우에는 근로자 주주 이사 및 근로자 대표 이사의 인원수나 비율이 다르다.<sup>25)</sup> 또한 「이사회 및 감독이사회에서 남성과 여성의 균등한 대표 및 직업상의 평등에 관한 법률」<sup>26)</sup>은 사기업뿐만 아니라 공기업에서도 적용이 되어,

n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique) 제4조, 제6조, 제7조

22) 정재영, 「프랑스의 기업지배구조와 사례 - AXA의 기업지배구조」, 『CGS보고서』, 한국기업지배구조원, 2005년, p. 2.

23) 「1983년 7월 26일 공공부문 민주화에 관한 법률(Loi n° 83-675 du 26 juillet 1983 relative à la démocratisation du secteur public)」 제5조

24) 「2014년 8월 20일 공공지분참여 기업의 지배구조 및 자본거래에 관한 명령(Ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique)」 제4조, 제6조, 제7조

25) 「상법(Code de commerce)」 225-17L조, 제225-23L조, 제225-27L조

26) 「2011년 1월 27일 이사회 및 감독이사회에서 남성과 여성의 균등한 대표 및 직업상의 평등에 관한 법률(LOI n° 2011-103 du 27 janvier 2011 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle)」

이 법률은 「상법」과 「공공부문 민주화에 관한 법률」을 개정하는 내용을 담고 있으므로,

공기업 이사회 내에서 성비 균형을 맞춰야 한다.

국가투자청(APE)은 신규 이사 후보 인력풀을 관리하고, 이사 후보를 제안한다.<sup>27)</sup> 정부대표의 경우 수상 또는 관계부처 장관이 법령을 통해 정식 임명하며<sup>28)</sup>, 「공공부문 민주화에 관한 법률」의 적용을 받는 이사회에서는 노동자 평의회에서 후보를 추천받아 투표로 근로자 대표이사를 선출한다.<sup>29)</sup>

## 2) 공기업 현황

프랑스는 공기업의 범위가 광범위하고, 국가가 경제개발에 적극적으로 참여하는 역사적인 전통으로 인해서 국가가 다수의 민간기업의 지분을 보유하고 있다. 경제재정산업부 산하의 국가투자청(Agence des Participations de l'Etat, APE)은 2014년 말 기준으로 국가에 전략적으로 중요한 77개 기업에 대해 소유권을 행사하고 있다<sup>30)</sup>. 정부지분은 해당 기업의 전략적 특성 여부에 따라 100% 소유, 과반수 지분, 소수지분으로 구분하고 있다.

프랑스 국가투자청(APE)이 관리하는 공공기관에는 13개의 상장 공기업이 포함되며 이 중 2개는 정부직접 지분 50% 이상의 과반수 지분을 가진 상장 공기업이며 11개는 정부지분 50% 이하인 소수지분 보유 기업이다(APE, 2015a).

---

적용대상은 「상법」과 「공공부문 민주화에 관한 법률」의 적용을 받는 조직으로 사료됨

27) OECD(2012), p. 20, 60.

28) 「1994년 7월 12일 공공기관, 공공부문의 기업, 일부 사기업의 경영진 및 이사회에 관한 시행령(Décret n°94-582 du 12 juillet 1994 relatif aux conseils et aux dirigeants des établissements publics, des entreprises du secteur public et de certaines entreprises privées)」 제5조

29) 「1983년 7월 26일 공공부문 민주화에 관한 법률(Loi n° 83-675 du 26 juillet 1983 relative à la démocratisation du secteur public)」 제2장

30) APE(2015a), p. 10.

〈표 III-2〉 프랑스 국가투자청(APE) 관할 공기업 목록

<ul style="list-style-type: none"> <li>• Agence pour la diffusion de l'information technologique (ADIT).</li> <li>• Aeroport de Bale-Mulhouse.</li> <li>• Aeroports de Paris (ADP).</li> <li>• 정부 관리 하의 지역 공항들 (Martinique, Montpellier, Bordeaux-Merignac, Cote d'Azur, Reunion, Lyon, Strasbourg-Entzheim, Toulouse-Blagnac 및 Marseille Provence).</li> <li>• Air France-KLM.</li> <li>• Areva.</li> <li>• Arte France.</li> <li>• Banque publique d'investissement (BPI-Groupe).</li> <li>• Caisse nationale des autoroutes.</li> <li>• Casino d'Aix-les-Bains.</li> <li>• Charbonnages de France (CDF).</li> <li>• Civipol conseil.</li> <li>• CNP-Assurances.</li> <li>• Compagnie generale maritime et financiere (CGMF).</li> <li>• Dexia.</li> <li>• DCNS.</li> <li>• Defense conseil international (DCI).</li> <li>• Electricite de France (EDF).</li> <li>• Etablissement public de financement et de restructuration (EPFR).</li> <li>• Eramet.</li> <li>• European Aeronautic Defence and Space Company (EADS N.V.) (현재 Airbus Group)</li> <li>• France Medias Monde.</li> <li>• Fonds pour le developpement d'une politique intermodale des transports dans le massif alpin (FDPITMA).</li> <li>• France Televisions.</li> <li>• 現 Engie (舊 GDF Suez).</li> <li>• GIAT Industries.</li> <li>• Laboratoire francais du fractionnement et des biotechnologies (LFB).</li> <li>• La Francaise des jeux.</li> <li>• La Monnaie de Paris.</li> <li>• La Poste.</li> <li>• ODAS.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Orange.</li> <li>• French autonomous and major sea ports (Bordeaux, Dunkirk, French Guiana, Martinique, Reunion, La Rochelle, Nantes-Saint-Nazaire, Paris, Rouen, Strasbourg, Le Havre, Guadeloupe).</li> <li>• Radio France.</li> <li>• Regie autonome des transports parisiens (RATP).</li> <li>• Renault SA.</li> <li>• Reseau ferre de France (RFF).</li> <li>• Safran.</li> <li>• Semmaris.</li> <li>• Societe de Financement Local (SFIL).</li> <li>• French concession holder for the construction and operation of the road tunnel under Mont-Blanc (ATMB-Autoroutes et tunnel du Mont-Blanc).</li> <li>• Societe Nationale Maritime Corse Mediterranee (SNCM).</li> <li>• Societe de prise de participation de l'Etat (SPPE).</li> <li>• Societe de valorisation fonciere et immobiliere (SOVAFIM).</li> <li>• Societe de gestion de garanties et de participations (SGGP).</li> <li>• Societe de gestion et participations aeronautiques (Sogepa).</li> <li>• Societe des chemins de fer luxembourgeois.</li> <li>• Societe financiere de radiodiffusion (SOFIRAD).</li> <li>• Societe francaise d'exportation de systemes avances (SOFRESA).</li> <li>• Societe francaise du tunnel routier du Frejus (SFTRF).</li> <li>• Imprimerie nationale.</li> <li>• Societe internationale de la Moselle.</li> <li>• Societe nationale des chemins de fer francais (SNCF).</li> <li>• SNPE (Giat Nexter에 매각됨).</li> <li>• Thales.</li> <li>• TSA.</li> </ul>
--	---

주: 상기 명령에는 업데이트되지 않았으나, APE의 연차보고서 "L'Etat Actionnaire 2014-2015"에 따르면 PSA Peugeot Citroen, STX France가 APE의 관리 대상 기업으로 추가됨

출처: 「국가투자청 설립에 관한 명령(Décret n° 2004-963 du 9 septembre 2004 portant création du service à compétence nationale Agence des participations de l'Etat)」(2014.08.22, 개정 기준)

### 3) 공기업 관리 현황

공기업 관리를 담당하는 국가투자청(APE)은 2004년 정부의 주주권과 그 외 정부의 각종 규제권한을 구분하기 위하여 경제재정산업부 아래에 설립되었다. 국가투자청(APE)은 정부의 주주권 행사를 담당하고 있으며 기업가치의 극대화가 국가투자청(APE) 산하기관 관리의 최대목적이다. 국가투자청(APE)은 기업가치 극대화를 위해 적극적으로 산하기관의 운영을 지원하며, 산하 공공기관의 이사회 선임, 배당 결정, 성과관리를 담당하고 있다.<sup>31)</sup>

국가투자청(APE)은 해당 공공기관의 외부 신규 이사를 영입하기 위한 인력풀(directors' pool)을 공식적으로 운영·관리하고, 이사 후보를 제안하는 등 공공기관 임원인사에 적극적인 역할을 담당한다.<sup>32)</sup> 또한 공법인<sup>33)</sup>에 의한 직접적인 통제를 받는 공기업들과 국가가 소액이라도 자본 출자한 민간 기업들을 대상으로 국가 재원 관리의 관점에서 일정한 감독권을 행사한다.<sup>34)</sup> 국가투자청의 포트폴리오를 구성하는 기업들은 재무적 및 정성적 지표들을 포함하는 보고서를 매월 국가투자청의 이사(directeur)들에게 제출하고, 국가투자청은 포트폴리오를 구성하는 기업의 이사회 참석을 통해 경영에 관여한다.<sup>35)</sup>

국가투자청(APE)의 직원 수는 53명이며, 이들은 대부분 공무원 신분이다. 공기업 출자 지분에 대한 소유권을 행사하는 부서는 교통, 에너지, 금융 및 서비스, 제조업 분야별로 나뉘어져 있다.<sup>36)</sup>

---

31) 프랑스 국가투자청(APE) 담당자 인터뷰(2015.10)

32) OECD(2012), p. 20, 60.

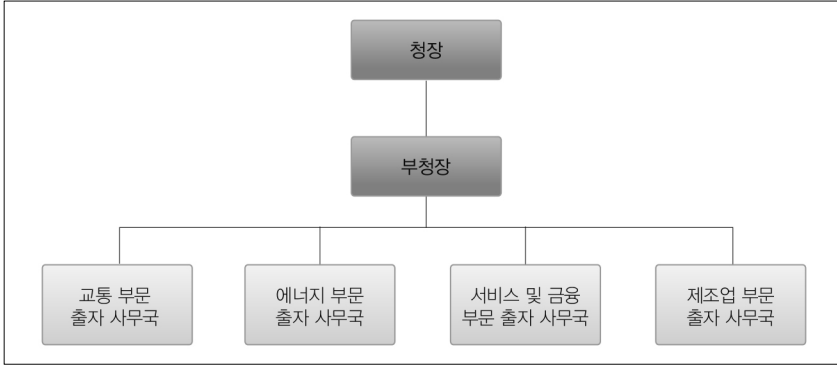
33) 공법인은 “전적으로 공익적 목적을 위해서 존재하는 공공부문의 행위 주체”를 뜻한다. 김도승, 이상경, 장철준, 최정민, 「주요국의 공공기관 경영자율성 제고를 위한 법제 분석」, 한국법제연구원, 2012, p. 203.

34) 김도승 외(2012), p. 216.

35) Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, Rules governing, [http://www.economie.gouv.fr/files/files/directions\\_services/agence-participations-etat/Documents/Etat-et-gouvernance/Charter\\_APE\\_2004.pdf](http://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/agence-participations-etat/Documents/Etat-et-gouvernance/Charter_APE_2004.pdf)(검색일자: 2015.06.10.)

36) 국가투자청(APE), *Notre équipe*, <http://www.economie.gouv.fr/agence-participations-etat/comite-direction-1>(검색일자: 2015.08.26.)

[그림 III-1] 국가투자청(APE)의 조직도



출처: 국가투자청(APE), APE Organigramme (2015년 8월 24일 기준),  
[http://www.economie.gouv.fr/files/files/directions\\_services/agence-participations-etat/APE-organigramme\\_-\\_24-aout-2015.pdf](http://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/agence-participations-etat/APE-organigramme_-_24-aout-2015.pdf)(검색일자: 2015.08.26.)

#### 4) 공기업 정보공개

국가투자청(APE)은 “주주로서의 정부(l'État Actionnaire 또는 Gouvernement as Shareholder)”라는 연차보고서를 프랑스어와 영어 2가지 버전으로 웹페이지에 공개하고 있다. 이 연차보고서는 포트폴리오를 구성하는 공기업에 대한 소개뿐만 아니라 세부적인 재무 및 지배구조 현황을 담고 있으며, 전년도 동안 국가투자청(APE)이 소유권을 행사한 내역도 공개하고 있다(APE(2015a)).

반면에 개별 공기업의 연차보고서나 웹페이지가 공개하는 내용이나 항목은 통일되어 있지 않아 공기업별 정보 공개의 수준에 차이가 있다.

#### 나. 공기업의 민영화와 상장

##### 1) 민영화의 추진

프랑스는 전통적으로 다양한 공기업들이 국가가 경제 및 산업활동에서 주도적인 역할을 수행해왔으나, 여러 한계에 부딪치면서 1986년 이래로 민영화를 추진하게 되었다. 기존의 국유화 정책은 공기업의 국내외 사업 확장을 억제하는 원인을 제공하기도 하였다. 이러한 상황에서 프랑스 공기업들은

물가 상승, 소비자 배려 부족, 관료주의적 태도 등의 문제들을 드러내기 시작했고, 국제적으로 공기업의 민영화 바람이 불면서 프랑스도 민영화를 추진하기 시작했다.<sup>37)</sup> 프랑스의 민영화는 많은 기업에서 단계적으로 이루어지고 있다. 특히 상장을 통해 민영화를 진행하는 경우 <표 Ⅲ-3>에서 보는 바와 같이 정부의 지분을 점진적으로 계속 매각하여 정부지분을 줄여나가는 방식을 취하고 있다.

특히 전력부문에 있어서 1990년대 말 세계화 및 자유화의 물결로 인해 유럽연합이 전력부문을 시장지향적으로 운영하게 되는 분위기가 조성되었다. 이에 영향을 받아 1997년 2월 19일 발효된 유럽연합의 ‘전력 디렉티브(Directive 96/92/EC)’<sup>38)</sup>는 프랑스가 전력산업을 자유화 및 민영화하게 되는 중요한 계기가 되었다.<sup>39)</sup> 이에 따라 송변전을 분리하여 RTE(Réseau de Transport d'Electricité)를 설립 및 운영하고, 전력 시장을 개방하기 시작하였다. 이후 프랑스전력공사(EDF)는 점진적으로 시장을 개방하고, 다국적 에너지 사업자로서 성장전략을 추구하게 되었다.<sup>40)</sup>

〈표 Ⅲ-3〉 프랑스 주요 공기업의 민영화

민영화된 기업	연도	매각 지분 <sup>1)</sup>
Cie de Saint-Gobain SA	1986	
Thomson-CSF	1986	
Paribas	1987	
Crédit Commerciale de France	1987	
Banque Industrielle et Mobilière Privée (BIMP)	1987	
Banque de Bâtiments et des Travaux	1987	
Cie Générale Téléphoniques	1987	69%
Cie Générale d'Électricité (現 Alstom)	1987	
Cie Financiere de Suez	1987	
Aerospatiale Matra	1988	

37) Michel Berne, Gerard Pogorel(2004), pp. 2-5.

38) Directive 96/92/EC of the European Parliament and of the Council of 19 December 1996 concerning common rules for the internal market in electricity

39) 박명호(2001), pp. 28-31.

40) 박명호(2001), pp. 58-59.

〈표 III-3〉 계속

민영화된 기업	연도	매각 지분 <sup>1)</sup>
Total	1991	
Total	1992	
Banque Nationale de Paris (BNP)	1993	
Société Nationale Elf Alquitaine	1993	
Union des Assurances de Paris (UAP)	1994	
Renault	1994	
Usinor-Sacilor	1995	
Total	1996	
France Telecom (現 Orange)	1997	24.8%
Usinor-Sacilor	1997	
France Telecom (現 Orange)	1998	10%
GAN SA	1998	
Crédit Industriel et Commerciale	1998	
CNP	1998	
Crédit Lyonnais	1998	
Thomson Multimedia	1998	
Thomson CSF (現 Thales)	1998	
Thomson Multimedia	1999	
Aérospatiale Matra	1999	
Air France	1999	
Thomson CSF (現 Thales)	1999	
Thomson Multimedia	2000	
Thomson CSF (現 Thales)	2000	
Aérospatiale Matra	2001	
Renault	2002	10.7%
Thomson Multimedia	2002	10%
Autoroutes du Sud de la France (ASF)	2002	49.55%
Renault	2003	8.5%
Dassault Systèmes	2003	15.74%
Medica France	2003	
the Caisse des Dépôts Group	2004	
Snecma	2004	
France Telecom (現 Orange)	2004	10.85%
Total	2004	2.3%
Pages Jaunes	2004	36.3%
Société des Autoroutes Paris-Rhin-Rhone (SAPRR)	2004	약 30%
Air France-KLM	2004	18.4

〈표 III-3〉 계속

민영화된 기업	연도	매각 지분 <sup>1)</sup>
Société des Autoroutes du Nord et de l'Est de la France (SANEF)	2005	약 25%
Snecma	2005	민영화 종료
France Telecom (現 Orange)	2005	6.2%
Gaz de France (GdF, 現 Engie)	2005	17.5%
Electricité de France (EdF)	2005	12.7%
Autoroutes du Sud de la France (ASF)	2005	50%
Société des Autoroutes Paris-Rhin-Rhone (SAPRR)	2005	70.2%
Société des Autoroutes du Nord et de l'Est de la France (SANEF)	2005	약 76%
Usinor-Sacilor	2005	
Alstom	2006	21%
Aéroport de Paris (AdP)	2006	32%
Pages Jaunes	2006	54%
EdF Energies Nouvelles	2006	
Caisse Nationale de Caisses d'Epargne (CNCE)	2007	35%
France Telecom (現 Orange)	2007	5%
Electricité de France (EdF)	2007	2.5%
Suez Environment	2008	
Cie Financiere de Suez	2008	
Gaz de France (GdF, 現 Engie)	2008	
Aéroport de Paris (AdP)	2008	

주: 1) 매각 지분량을 확인할 수 없는 민영화 사례는 공란 처리함

자료: Privatization Barometer, France, <http://www.privatizationbarometer.net/atlas.php?id=4&mn=PM&print=1>  
 (검색일자: 2015. 09. 01); 한국조세재정연구원(2010), pp. 177~180.

프랑스의 공기업 민영화는 국가 주도적으로 진행되었으며, 민영화에 관한 법령을 통해 민영화 대상 공기업이 지정된다. 이후의 민영화 절차나 시기는 정부가 자체적으로 결정하는 것이 일반적이다. 프랑스에서는 1986~ 1988년, 1993~1996년 두 차례의 대규모 민영화가 있었으며 해당 민영화는 우파정권의 주도하에 이루어졌었다. 1997년에 들어선 좌파정권 또한 민영화를 추진하는 과정에서 민영화의 정치·이데올로기적 측면의 쟁점보다는 재정적·실용적 측면이 더 부각되고 있다.<sup>41)</sup>

프랑스는 이와 같이 1986년부터 2000년대 중반에 걸쳐 대대적인 민영화

41) 박재정·심창학(2000), pp. 249~250, 266.

를 실시하였으며 이를 통해 텔레콤, 은행, 제조업 분야 회사 50여 개가 민영화되었다. 이 시기의 민영화는 주로 정부부채를 줄이기 위한 자원마련의 목적으로 실시되었다.

## 2) 공기업의 상장 동기

프랑스 정부가 100% 소유했던 공기업을 시장에 상장하는 이유는 최종적으로 해당 공기업을 민영화하는데 그 목적이 있다. 프랑스는 앞서 민영화과정에서 살펴보았듯이 지분을 점진적으로 매각하여 정부 지분율을 줄여가는 방식으로 공기업 민영화를 진행해 왔다. 공기업 상장은 민영화라는 최종목적 이외에도 기업의 투자확대를 위한 자본접근성 제고, 주식시장 활성화 등의 부수적인 목적도 가지고 있다. 상장대상 공기업을 선정하는 기준은 투자자에게 매력이 있는지 여부이며 이는 기업의 수익성과 성장성으로 판단된다.<sup>42)</sup>

공기업의 상장이 민영화를 최종 목적으로 했지만 최근 공기업의 상장은 이전과는 다른 목적을 가지고 진행되고 있다. 2000년대 이후 진행된 공기업의 상장에는 정부의 최소보유지분을 법에 설정하여 민영화가 아닌 혼합소유제를 목적으로 상장을 진행하기도 한다. 앞서 설명하였듯이 2006년 상장한 파리공항공사(ADP)는 50%, 2005년 상장한 EDF는 70%, 2005년 상장한 Engie는 33%를 정부의 최소보유지분으로 법에 명시하였다. 이와 같이 법에 정부의 최소지분한도를 설정한 기업은 정부지분을 낮추기 위해서는 법률의 개정이 필요하다.<sup>43)</sup> 정부가 상장 공기업에 있어서 1/3 이상의 지분을 유지하는 이유는 주주총회에서 대부분의 결정이 2/3 이상의 투표를 요구하기 때문에 정부가 1/3이상의 지분을 유지함으로써 주요 결정에 대해 거부권 행사가 가능하기 때문이다.<sup>44)</sup>

2000년대 중반 이후 주요기업의 민영화(상장)는 이전 시기의 민영화와는 다른 목적으로 실시하였다. 공기업 상장의 첫째 목적은 기업의 운영성과와 효율을 높이는 것이다. 파리공항공사(ADP)는 정부가 100% 지분을 소유하고

42) 프랑스 국가투자청 담당자 인터뷰 (2015.10)

43) 프랑스 국가투자청 담당자 인터뷰 (2015.10)

44) 프랑스 국가투자청 담당자 인터뷰 (2015.10)

있었으나 우선 기업으로 형태를 바꾼 후 IPO를 통해 49%의 지분을 민간에 매각하였다. 공기업 상장의 둘째 목적은 시장구조를 경쟁력 있는 구조로 재편하기 위한 것이다. 텔레콤, 에너지, 철도의 경우 공기업 독점구조였으나 EU Directive를 통해 경쟁을 도입해야 하는 상황에 직면하였다. 이러한 산업에서 정부가 지분의 100%를 소유한 공기업의 지분을 전체 매각, 혹은 부분 매각을 통해 경영효율을 높임으로써 해당 산업 분야에서 경쟁력을 높이고자 하였다. 공기업 상장의 셋째 목적은 정부부채 감축을 위해 재원을 마련하기 위한 것이다. 정부지분 매각으로 생긴 재원은 1) 정부부채 상환, 2) 전략적 투자의 두 가지 용도로만 사용 가능하며 일반 예산처럼 사용하거나 다른 분야에 사용해서는 안된다.<sup>45)</sup>

공기업 상장의 원칙은 부실자산(distressed asset)이나 필수적인 산업은 매각하지 않는다는 것이다. 프랑스 국가투자청은 공기업의 정부지분 매각으로 기업이 주력분야에 집중하도록 한다. 정부지분 매각으로 발생한 재원은 전략적 산업에 재투자하도록 하고 있는데 Engie(GDF)의 지분매각으로 발생한 재원은 정부가 푸조 자동차의 지분 14.1%를 추가 매입하는 데 사용하였다. 프랑스 정부는 2013년 이후에도 지속적인 지분매각 프로그램을 진행 중인데, 이는 부채감축과 전략적인 재투자를 위한 재원마련이 주된 목적이다.<sup>46)</sup>

### 3) 공기업의 상장 준비

프랑스 정부가 공기업을 상장하기 위해서는 다음의 두 가지 조건에 대한 준비가 이루어져야 한다. 하나는 상장하려는 공기업이 운용되는 산업에 시장 경쟁이 도입되는 것이다. 경쟁이 도입되지 않은 분야의 기업을 민영화하는 것은 정부독점기업을 민간독점기업으로 바꾸는 것일 뿐이며 이러한 방식으로서는 기업의 효율성 제고를 기대할 수 없기 때문이다. 따라서 공기업의 상장이나 민영화 이전에 경쟁을 도입하도록 시장에 대한 진입규제를 변화시키는 것을 우선적으로 수행한다. 즉, 다른 시장참여자에게 시장에 진입할 수

45) 프랑스 국가투자청 담당자 인터뷰 (2015.10)

46) 프랑스 국가투자청 담당자 인터뷰 (2015.10)

있도록 하여 경쟁을 활성화함으로써 효율성을 제고하는 것이다. EDF와 같은 에너지 기업의 상장 이전에 전력산업에 경쟁체제를 도입하기 위한 여건을 조성해 놓은 것도 이와 같은 맥락이다.<sup>47)</sup>

공기업의 상장 이전에 선행되어야 하는 또 다른 조건은 공기업이 상장 이후에도 공익성을 차질 없이 유지할 수 있도록 이와 관련된 사항을 미리 조정해 놓는 것이다. 프랑스는 공기업 운영에 있어서 상업성을 목적으로 하며 민간기업과 동일하게 운영하지만, 공익성 사업에 있어서는 정부의 재원으로 운영하도록 하고 있다. 상장을 앞둔 공기업은 정부정책의 이행 등을 위해 필요한 공익성 사업이나 PSO의 경우 계약 등을 통해 상장 이후에도 공익성 서비스가 유지되도록 하는 것이 필요하다. 이러한 공익성 사업수행의 비용은 정부가 지불하는 것을 조건으로 한다.<sup>48)</sup>

## 다. 상장 공기업 현황

### 1) 관련 법 및 제도

상장 공기업은 일반 상장기업과 동일하게 「상법」, 「회폐금융법」 등의 적용을 받는다. 상장 공기업의 지배구조와 자본거래는 2014년 8월에 통과된 「공공지분참여 기업의 지배구조 및 자본거래에 관한 명령(Ordinance 2014-948 on Corporate Governance and Equity Transactions in Publicly Owned Companies)」<sup>49)</sup>에 규정하고 있으며 이 법은 정부지분이 10% 이상인 상업적 기업의 운영과 지배구조에 대한 기본법이 되고 있으며 무엇보다도 상장 공기업에서 정부의 역할을 민간주주와 유사하게 주주로 제한하고 있다. 이 법에서는 주로 두 가지 측면을 조정하였다. 첫째, 주주로서의 정부가 민간주주와 같은 실제적인 영향력을 보유할 수 있도록 이전의 법률을 조정하였다. 우선 이사회의 규모와 이사의 임기에 대한 조항을 삭제하였으며, 정부대표

47) 프랑스 국가투자청 담당자 인터뷰 (2015.10)

48) 프랑스 국가투자청 담당자 인터뷰 (2015.10)

49) 「2014년 8월 20일 공공지분참여 기업의 지배구조 및 자본거래에 관한 명령 (Ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique)」 제4조, 제6조, 제7조

이사의 역할을 명확히 하였고, 주주로서의 정부의 역할과 소비자, 혹은 규제 자로서의 정부의 역할을 구별하였다. 또한 정부가 이사를 선임할 때 보다 높은 자질을 가진 적격자를 선임하도록 하고 있다. 둘째, 다른 법과 일관성이 있도록 지배구조를 조정하였다. 정부대표 이사의 결정을 주주총회에서 하도록 하고 이사회에 정부대표 1인의 참여를 명시한 것이다. 다만 이전과 동일하게 근로자대표 이사의 비율이 사기업보다는 높도록 하였으며 국방과 같이 정부의 전략적 이해관계가 있는 분야에 대한 보호를 포함한다.<sup>50)</sup>

이 법에서는 정부 지분에 따라 정부대표와 근로자대표에 대한 규정을 다르게 적용하고 있다. 즉, 정부가 50% 이상 지분을 보유한 경우 기업의 이사회, 감독이사회, 임법기구에 정부대표를 임명하며, 정부가 10% 이상의 지분을 보유한 경우 이사회에 정부대표를 임명할 수 있음을 명시하고 있다. 또한, 정부가 50% 이상 지분 보유한 기업 중에서 직원 50인 이상 기업은 근로자대표가 1/3로 구성되도록 하고, 200인 이하 기업도 근로자 대표가 1/3을 차지하도록 한다. 200~1,000인 기업의 근로자 대표는 3인 이하이며 그 외에는 상법을 준용하도록 하고 있다.<sup>51)</sup>

한편, 상장 공기업의 정부 지분에 대한 규정은 여러 법령에 산재되어 있다. 예를 들어, 프랑스 「에너지법(Code de l'énergie)」 L111-67조는 “프랑스 전력공사(Electricité de France, EDF)의 국가의 지분은 70% 이상”으로 규정하고 있으며, L111-68조는 “프랑스 가스공사(舊G DF-Suez, 現 Engie)의 국가 지분은 3분의 1 이상”으로 규정<sup>52)</sup>하고 있다. 또한, 「교통법(Code des transports)」 L6323-1조는 국가가 파리공항공사(Aéroports de Paris, ADP) 자본금의 과반(majorité)을 보유한다고 규정하고 있다<sup>53)</sup>.

50) 「2014년 8월 20일 공공지분참여 기업의 지배구조 및 자본거래에 관한 명령(Ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique)」 제4조, 제6조, 제7조

51) 「2014년 8월 20일 공공지분참여 기업의 지배구조 및 자본거래에 관한 명령(Ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique)」 제4조, 제6조, 제7조

52) 프랑스 「에너지법(Code de l'énergie)」

53) 프랑스 「교통법(Code des transports)」

〈표 III-4〉 프랑스 상장기업의 이사회 구조

	이사회 구조	이사회 규모(명)	이사의 임기(년)	근로자대표 이사
프랑스	일원적/이원적 이사회혼용	3~18	6(4)	최대 33% 또는 5명 이하

주: ( ) 안 숫자는 지배구조 관련 규정에서 권장하는 기간  
 자료: OECD(2014b), p. 35, p. 38.

〈표 III-5〉 프랑스 상장 공기업 상세 현황

(단위: 십억달러, 명, %)

정부 지분 구분	정부 직접 지분	회사명	산업	상장 연도	시장 가치	고용	소유형태
과반수	84.4%	Electricite de France SA (EDF SA)	에너지	2005	51,373	148,024	
	50.6%	Aeroports de Paris SA	교통	2006	12,005	8,966	
소수	1.1%	CNP Assurances SA	금융	1998	51,373	4,705	프랑스 예금공탁기금(CDC) 지분 40.8%
	44.4%	DEXIA	금융	1999	12,005	1,265	
	33.2%	Engie (舊 GDF Suez SA)	에너지	2005	12,234	147,400	CDC 지분 1.8%
	18.0%	Safran SA	산업	1985	59	68,945	
	26.3%	Thales SA	산업	2005	57,257	61,709	
	14.1%	Peugeot S.A.	자동차	1985	25,862	207,801	
	13.4%	Orange (舊 France Telecom SA)	통신	2001	11,261	156,000	
	17.5%	Air France KLM SA	교통	1999	9,684	100,744	
	19.7%	Renault Fr	산업	1994	45,355	117,395	
	0%	Airbus Group	항공	2000	2893	138,622	Sogepa 지분 10.9%
	28.8%	Areva SA	저이산화 탄소 배출 에너지	2011	21,660	41,847	프랑스 원자력위원회(CEA) 지분 54.3%

자료: OECD(2014b), pp. 18~21.  
 APE(2015b), pp. 25, 196~197.  
 Euronext, <https://www.euronext.com/>(검색일자: 2015.10.22)  
 Thomson Reuters, Eikon DB(검색일자: 2015.11.11)

## 2) 지주회사 여부

프랑스는 경제재정산업부 산하에 국가투자청(APE)을 통해서 주요 공기업  
을 관리하고 있기 때문에 별도의 지주회사를 두고 있지 않다.

## 3) 상장 공기업 관리

정부가 과반수지분을 가진 상장 공기업과 소수지분을 가진 상장기업의 관  
리는 기본적으로 동일하게 이루어지고 있다. 국가투자청(APE)이 관리하는  
77개 기업 중에서 11개 소수지분 상장공기업은 회사법에 따라 운영하고 있  
으며, 정부가 100% 지분을 가진 공기업은 「공공부문 민주화에 관한 법률」  
에 따라 관리, 정부지분이 50%에서 100% 미만인 공기업은 임원인사를 제외  
하고는 회사법에 따라 운영하고 있다.<sup>54)</sup> 「공공지분참여 기업의 지배구조 및  
자본거래에 관한 명령(Ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à  
la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à  
participation publique)」은 정부지분에 따라 공공기관 지배구조를 다르게 규  
정하고 있다.<sup>55)</sup>

프랑스 국가투자청(APE)은 산하 공공기관을 별도 유형으로 구분하지 않  
고 있다. 그러나 공기업의 상장여부와 정부의 지분율은 공공기관 관리의 중  
요한 지표로 활용되고 있다. 국가투자청(APE)이 발간하는 연차보고서에는  
전체 공기업에 대해 상장 공기업과 비상장 공기업으로 분류하여 각 기업의  
정부지분과 이사회 특성을 보여주고 있으며 정부가 보유한 상장기업의 지분  
변화와 기업가치의 변화는 공기업 연차보고서의 주요 성과로 포함되어 있  
다.<sup>56)</sup>

54) 프랑스 국가투자청(APE) 담당자 인터뷰(2015.10)

55) 「공공지분참여 기업의 지배구조 및 자본거래에 관한 명령 (Ordonnance n° 2014-948 du  
20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés  
à participation publique)」 (2014.8.20)

56) 프랑스 공기업 연차보고서 2014-15, 2015.

#### 4) 상장 공기업 재무성과

프랑스 상장 공기업의 최근 3년간(2012~2014년) 재무성과 평균을 프랑스 전체 상장기업 평균과 비교해 보면 배당성향은 전체 상장기업 평균보다 약간 높은 편이었으며 수익성은 매출액수익률(ROS), 총자산수익률(ROA), 자기 자본수익률(ROE) 기준으로 전체 상장기업 평균보다 낮게 나타났다. 상장 공기업의 부채비율도 전체 상장기업 평균보다 4배 이상 높게 나타나고 있다.

〈표 III-6〉 프랑스 상장 공기업 재무성과 요약(2012~2014년 평균)

(단위: %)

정부 지분 구분	정부 직접 지분	회사명	주가 상승률	배당 성향	매출액 수익률 (ROS)	총자산 수익률 (ROA)	자기 자본 수익률 (ROE)	부채 비율	매출액 증가율
과반수	84.4%	Electricite de France SA (EDF SA)	9.0	62.6	4.8	1.9	11.5	699.8	6.4
	50.6%	Aeroports de Paris SA	15.2	54.6	12.6	4.5	9.2	149.4	1.7
소수	1.1%	CNP Assurances SA	13.8	67.0	2.3	0.3	9.6	3370.9	-1.6
	44.4%	DEXIA	-68.4	-0.3	-8.8	1.5	-247.0	-584.3	-30.9
	33.2%	Engie (舊 GDF Suez SA)	-10.0	79.5	-1.0	-0.3	-3.2	217.2	3.1
	18.0%	Safran SA	28.7	-112.5	8.2	4.1	14.6	278.8	10.9
	26.3%	Thales SA	28.5	37.6	4.0	3.3	15.5	387.3	3.9
	14.1%	Peugeot S.A.	-3.7	0.0	-4.3	-3.6	-26.5	558.8	-0.1
	13.4%	Orange (舊 France Telecom SA)	-14.4	237.6	4.9	2.5	4.8	235.4	-2.4
	17.5%	Air France KLM SA	4.6	-0.6	-4.8	-2.8	-36.5	592.8	8.0
	19.7%	Renault Fr	20.2	43.8	3.7	2.4	5.9	210.4	2.8
	0%	Airbus Group	48.3	29.0	2.5	2.3	17.5	768.1	10.3
	28.8%	Areva SA	421.5	0.0	-11.0	-5.1	-86.7	474.0	1.7
상장 공기업 평균				38.3	1.0	0.8	-23.9	566.0	1.0
전체 상장기업 평균				37.3	6.8	5.5	11.6	114.7	

자료: Thomson Reuters, Eikon DB(검색일자: 2015.11.11.)의 재무자료를 이용하여 계산

## 5) 상장 공기업 관련 이슈<sup>57)</sup>

프랑스 정부가 상장 공기업과 관련하여 가장 관심을 두고 있는 것은 정부의 경영권 보호이다.<sup>58)</sup> 프랑스 정부가 상장 공기업의 경영권 보호를 위해 활용하는 제도는 차등의결권 제도와 황금주이다. 차등의결권 제도는 1주에 1표 이상의 의결권을 부여하는 것이다. 프랑스는 2014년 3월에 통과된 「플로랑주법(Florange Act)」<sup>59)</sup>이 2016년 3월부터 시행예정인데 이 법은 2년 이상 주식 장기보유자에게 1표당 2배의 의결권 혜택을 자동으로 부여하는 것이다. 주주총회에서 2/3 이상의 반대가 없으면 이 법의 적용을 받기 때문에 프랑스 정부는 1/3 이상 의결권을 확보하기 위해 전략적으로 기업의 주식을 매입하고 있다. 프랑스 정부는 르노자동차의 지분을 4.73% 매입하여 19.74% (의결권으로 23.22%) 지분을 확보하였으며 에어프랑스 KLM의 지분을 추가 매입하여 정부지분율을 15.88%에서 17.58%로 증가시켰다. 이와 같이 경영권 보호를 위하여 정부의 지분 매각이나 지분의 추가 매입을 전략적으로 할 필요가 있었기 때문에 Ordinance 2014-948에서 정부가 주주로서 자본거래를 쉽게 할 수 있도록 상장기업의 자본거래에 대한 조항을 간소화 하였다.

황금주의 소유자는 단 한 개의 주식만 가지고 있어도 국익에 위배되는 주요 의사결정(외국기업의 적대적 인수합병 등)에 거부권을 행사할 수 있다. 프랑스 정부는 전략적 자산을 보유한 3개 기업에 대해 지배구조 변경과 같이 특별한 경우에만 이러한 황금주를 행사하는데 여기에는 에너지 분야의 Engie(GDF)와 방위산업의 Thales가 포함된다.

이와 같이 보유한 주식보다 더 많은 의결권을 주주 특히 정부에게 부여하는 경영권 보호수단은 프랑스 정부가 지속적인 공기업의 지분매각을 통해 정부의 지분을 낮추더라도 공익성 사업을 지속하거나 정부의 영향력을 유지할 수 있는 중요한 역할을 수행하고 있다.

57) 본 절에서는 프랑스 국가투자청 인터뷰 (2015.10)의 내용을 요약하여 정리하였음

58) 프랑스 국가투자청 인터뷰 (2015.10)

59) 프랑스, 플로랑주법 (Florange Act), la loi Florange; LOI n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle(실물경제 재건을 위한 법률)

## 라. 상장 공기업 사례 분석

프랑스 공기업 중 상장된 기업은 Areva, Électricité de France(EDF), GDF-Suez(現, Engie) Airbus Group, Safran, Thales, Peugeot S.A.(PSA), Renault, Air France-KLM, Aéroports de Paris(ADP), Caisse Nationale de 'Prévoyance (CNP), Orange(舊 France Telecom), Dexia이다.<sup>60)</sup> 이 중 프랑스 정부가 50% 이상의 직접 지분을 보유한 공기업인 EDF와 ADP, 그리고 주요 에너지 공기업인 Engie(舊 GDF-Suez)의 사례를 소개한다.

### 1) 프랑스 전력공사(Électricité de France, EDF)<sup>61)</sup>

프랑스 전력공사(EDF)는 1946년에 가스 및 전력 부문을 국유화하는 과정에서 상공업적 공공기관(EPIC)으로 설립되었으나, 2004년에 조직 형태를 유한책임회사(limited company)로 전환하고, 2005년에 파리 증권거래소(Euronext Paris)에 상장하였다. 원자력, 화력 및 재생에너지의 발전, 전송, 배전, 공급을 담당하고, 그 외에 에너지 서비스 및 에너지 거래(trading) 사업도 진행하고 있다. EDF는 프랑스에서 2,830만명의 고객을 확보하고 있으며, 영국, 이탈리아 및 동유럽 시장에서도 약 1,000만명의 고객에게 전기, 가스 및 에너지 관련 서비스를 제공하고 있다.

### 가) 재무성과

〈표 III-7〉 EDF의 재무성과(2012~2014)

(단위: 백만유로, %)

구분		2014	2013	2012
손익계산	매출액(Revenues)	72,874	75,594	72,729
	EBITDA <sup>2)</sup>	17,279	16,765	15,998
	영업이익(Operating profit)	7,984	8,411	8,245
	순이익 <sup>3)</sup>	3,701	3,517	3316

60) APE(2015b), p. 25.

61) EDF, "Reference Document Annual Financial Report 2014," pp. 38~39, 43의 내용을 요약하여 정리

〈표 III-7〉 계속

구분		2014	2013	2012
재무상태	총자산(Assets)	267,989	250,919	250,084
	자본(Equity)	40,610	39,205	31,111
	부채(Liabilities)	227,379	211,714	218,973
주식 관련 성과	주식자본(Share capital)	42,450	47,770	-
	주당순이익 <sup>6)</sup> (EPS, Earnings per share)	€1.78	€1.84	€1.77
	주당배당금(DPS, Dividend per share)	€1.25	€1.25	€1.25
	총배당금 (Total dividends paid)	2,944	2,548	2,125
	정부가 받은 배당금	1,965	1,801	1,795

- 주: 1) 모든 수치는 가장 최근 발표된 자료를 기준으로 함. 예를 들어 2013년 재무상태 자료를 기입할 때, 2013년 당기와 2014년 전기 자료의 수치가 다른 경우에는 2014년 전기 자료를 기입함  
 2) Earnings before interest, tax, depreciation, amortization으로 영업이익에서 법인세, 이자, 세금, 감가상각비용 등을 제하기 전의 이익을 뜻함  
 3) 'Profit for the period, owners of parent' 모기업의 순이익을 의미함  
 4) ROE는 '당기순이익/자기자본'에 100을 곱하여 산출하며, 자본을 활용하여 얼마 만큼의 이익을 올리고 있는지를 나타내는 지표로서 내부투자자에게 유용한 정보를 제공함  
 5) EPS는 '당기순이익/발행한 총 주식수'로 산출하며, 1주당 얼마만큼의 이익을 창출하였는지를 나타내는 지표로서 외부투자자에게 유용한 정보를 제공함

- 자료: 1. EDF, "Reference Document 2014."  
 2. EDF, "Financial Report 2013."  
 3. Euronext, EDF, <https://www.euronext.com/products/equities/FR0010242511-XPAP>  
 (검색일자: 2015.10.22.)  
 4. APE, "l'Etat actionnaire 2014-2015."  
 5. APE, "The French State as Shareholder 2013."  
 6. APE, "l'Etat actionnaire 2014."

#### 나) 지배구조

프랑스 정부는 「에너지법」 L111-67조가 규정한 최소 지분인 70%를 넘는 EDF 주식의 84.5%를 보유하고 있으며, 소유권 행사 기구는 경제재정산업부 산하의 국가투자청(APE)이다. EDF의 이사회는 「공공부문 민주화에 관한 법률」 제5조에 따라 정부대표, 근로자대표 및 민간위원으로 구성되며, 근로자대표가 이사회 정수의 3분의 1 이상을 차지해야 한다.

#### 2) 파리공항공사(Aéroports de Paris, ADP)<sup>62)</sup>

ADP는 파리에 민간공항(civilian airport)을 건설하고 운영하는 공공기관으

62) ADP, "2014 Registration Document and Annual Financial Report," pp. 17~18, 23의 내용을 요약하여 정리

로 1945년에 설립되었으나, 2005년에 조직 형태를 공개유한책임회사(public limited company)로 전환하고, 2006년에 파리 증권거래소(Euronext Paris)에 상장하였다. 일르 드 프랑스(Ile-de-France) 지역의 주요 공항 3개(Paris-Charles de Gaulle, Paris-Orly 및 Paris-Le Bourget)와 10개의 비행장 그리고 헬리콥터 이착륙장(Issy-les-Moulineaux)을 소유 및 운영하고 있을 뿐만 아니라 전 세계적으로 37개의 공항을 운영하고 있다.

가) 재무성과

〈표 III-8〉 ADP의 재무성과(2012~2014)

(단위: 백만유로, %)

구분		2014	2013	2012
손익계산	매출액(Revenues)	2,791	2,754	2,640
	EBITDA <sup>2)</sup>	1,109	1,072	1,023
	영업이익(Operating profit)	730	653	649
	순이익 <sup>3)</sup>	402	302	336
재무상태	총자산(Assets)	9,792	9,639	9,383
	자본(Equity)	3,979	3,801	3,691
	부채(Liabilities)	5,813	5,838	5,692
주식 관련 성과	주당순이익 <sup>4)</sup> (EPS, Earnings per share)	€4.07	€3.05	€3.42
	주당배당금(DPS, Dividend per share)	€1.85	€2.07	-
	총배당금(Total dividends paid)	183	205	174
	정부가 받은 배당금	93	111	90

주: 1) 모든 수치는 가장 최근 발표된 자료를 기준으로 함. 예를 들어 2013년 재무상태 자료를 기입할 때, 2013년 당기와 2014년 전기 자료의 수치가 다른 경우에는 2014년 전기 자료를 기입함

2) Earnings before interest, tax, depreciation, amortization으로 영업이익에서 법인세, 이자, 세금, 감가상각비용 등을 제하기 전의 이익을 뜻함

3) 'Profit for the period, owners of parent' 모기업의 순이익을 의미함

4) EPS는 '당기순이익/발행한 총 주식수'로 산출하며, 1주당 얼마 만큼의 이익을 창출하였는지를 나타내는 지표로서 외부투자자에게 유용한 정보를 제공함

자료: 1. ADP, "2014 Registration Document and Annual Financial Report."

2. ADP, "2013 Registration Document and Annual Financial Report."

3. APE, "l'Etat actionnaire 2014-2015."

4. APE, "The French State as Shareholder 2013."

5. APE, "l'Etat actionnaire 2014."

나) 지배구조<sup>63)</sup>

프랑스 정부는 「교통법」과 ADP의 정관에 따라 ADP의 지분 50.6%를 보유하고 있으며, 소유권 행사 기구는 경제재정산업부 산하의 국가투자청(APE)이다. ADP의 이사회는 「공공부문 민주화에 관한 법률」 제5조의 적용을 받는다. 따라서 ADP의 이사회는 정부대표, 근로자대표 및 민간 위원으로 구성되며, 근로자 대표가 이사회 정수의 3분의 1 이상을 차지해야 한다.

### 3) Engie (舊 GDF-Suez)

Engie의 전신은 2008년에 Suez S.A.와 Gaz de France이 합병하여 설립된 GDF Suez이다. 2015년 4월에 GDF-Suez가 사명을 Engie로 변경하였다. Suez S.A.는 1997년에 Compagnie de Suez(1858년 설립)와 Lyonnaise des Eaux(1880년 설립)가 합병되면서 설립되었다. GDF는 1946년에 가스 및 전력 부문을 국유화하는 과정에서 상공업적 공공기관(EPIC)으로 EDF와 함께 설립되었으나, 2004년에 조직 형태를 유한책임회사(limited company)로 전환하고<sup>64)</sup>, 2005년에 파리 증권거래소(Euronext Paris)에 상장하였다. Engie는 전력, 천연가스, 에너지 서비스 사업을 수행하고 있으며, 세계 최대 민자 발전사로서 프랑스 외에 벨기에, 네덜란드, 페루, 브라질, 파나마, 폴란드, 헝가리, 칠레, 중국, 태국, 싱가포르, 호주 등의 나라에서도 사업을 진행하고 있다.<sup>65)</sup>

---

63) ADP, "2014 Registration Document and Annual Financial Report", pp. 107, 135.

64) Engie, Histoire du Groupe ENGIE, <http://www.engie.com/groupe/histoire-groupe-engie/> (2015.9.16)

65) Engie, Électricité, <http://www.engie.com/activites/electricite/> (검색일자: 2015.9.16)

가) 재무성과

〈표 III-9〉 Engie의 재무성과(2012~2014)

(단위: 백만유로, %)

구분		2014	2013	2012
손익계산	매출액(Revenues)	74,686	87,898	97,038
	EBITDA <sup>2)</sup>	12,138	13,017	14,600
	영업이익(Operating profit)	6,720	7,685	9,520
	순이익 <sup>3)</sup>	3,10	-8,783	2,743
재무상태	총자산(Assets)	165,305	155,932	205,448
	자본(Equity)	55,959	53,659	71,303
	부채(Liabilities)	109,347	102,273	134,145
주식 관련 성과	주당순이익 <sup>4)</sup> (EPS, Earnings per share)	€1	- €3.9	€0.68
	주당배당금(DPS, Dividend per share)	€1.17	€1.5	€0.83
	총배당금(Total dividends paid) <sup>5)</sup>	3,720	4,694	2,117
	정부가 받은 배당금	999	1,328.7	1,244.2

- 주: 1) 모든 수치는 가장 최근 발표된 자료를 기준으로 함. 예를 들어 2013년 재무상태 자료를 기입할 때, 2013년 당기와 2014년 전기 자료의 수치가 다른 경우에는 2014년 전기 자료를 기입함  
 2) Earnings before interest, tax, depreciation, amortization으로 영업이익에서 법인세, 이자, 세금, 감가상각비용 등을 제하기 전의 이익을 뜻함  
 3) 'Profit for the period, owners of parent' 모기업의 순이익을 의미함  
 4) EPS는 '당기순이익/발행한 총 주식수'로 산출하며, 1주당 얼마 만큼의 이익을 창출하였는지를 나타내는 지표로서 외부투자자에게 유용한 정보를 제공함  
 5) 배당금이 실제 지급된 년도를 기준으로 함

- 자료: 1. Engie, "Mangement Report and Annual Consolidaed Financial Statements 2014."  
 2. Engie, "Mangement Report and Annual Consolidaed Financial Statements 2013."  
 3. APE, "l'Etat actionnaire 2014~2015."  
 4. APE, "The French State as Shareholder 2013."  
 5. APE, "l'Etat actionnaire 2014."

나) 지배구조

프랑스 정부는 「에너지법」 L111-68조가 규정한 최소 지분 3분의 1에 해당하는 33.2%를 보유하고 있으며, 소유권 행사 기구는 경제재정산업부 산하의 국가투자청(APE)이다. Engie의 이사회는 「상법」 중 제225-17L조, 제225-23L조 및 제225-27L조의 적용을 받으며, 주주총회에서 임명한 이사, 정부대표 이사, 근로자대표 이사, 근로자주주대표 이사로 구성된다.

## 2. 핀란드

### 가. 공기업 현황<sup>66)</sup>

#### 1) 공기업 관련 법 및 제도

핀란드는 2007년에 제정된 「정부소유권행사법(Ownership Steering Act 2007)」에서 정부소유기업(State-owned companies)과 출자회사(Associated companies)에 대한 정부의 지분 및 소유권 행사에 대해 포괄적으로 규정하고 있다(박석희, 2012).<sup>67)</sup> 특히, 이 법에는 핀란드 공기업 관리부(State Ownership Steering Department, SOSD)가 객관적이며 효율적으로 소유권 기능을 행사할 수 있도록 관련 내용을 상세하게 규정하고 있다(박석희, 2012).<sup>68)</sup>

또한, 2011년에는 「공기업 소유권 정책에 대한 정부 결의(Government Resolution on State Ownership Policy)」를 통해 공기업 소유권 기능과 목적, 수익성과 비용 효율성, 소유권 기능의 구조, 보수, 공기업 운영과 사회적 책임을 위한 소유 정책의 목표, 정부부처 간의 업무 분장과 협력 등 공기업 소유권 정책과 관련된 내용을 규정하고 있다(박석희, 2012).

핀란드 공기업 이사회 규모는 최소 3명에서 최대 10명으로<sup>69)</sup>, 공기업 이사에 적합한 전문성을 가진 사람 중에 성별·연령별 대표성을 반영하여 임명한다. 특히, 이사회 내에서 하나의 성별이 차지할 수 있는 비율이 최소 40% 이상이 될 수 있도록 신규 이사를 임명할 때에는 주의를 기울여야 한다. 또한, 정부의 전략적인 목적을 대변하기 위해서 정부 이사가 한 명 임명되며, 그 외에는 모두 독립 이사들로 구성된다<sup>70)</sup>.

핀란드 공기업 이사는 공기업 관리부(SOSD)에 의해 추천되어 개별 공기업

---

66) 핀란드 공기업 연차보고서(2015)와 핀란드 공기업 관리부(SOSD), 홈페이지(2015), 박석희(2012)의 내용을 요약함

67) 박석희(2012), p. 53.

68) 박석희(2012), p. 54.

69) OECD(2012), p. 46

70) OECD(2012), p. 56.

의 주주총회(General Meeting)를 통해서 최종 확정된다. 핀란드 정부가 전체 지분을 소유하고 있는 공기업 같은 경우에는, 공기업 관리부(SOSD)가 주주총회(General Meeting)에 직접적으로 해당 공기업 이사의 후보자를 제안한다. 정부가 100% 소유주가 아닌 경우에는 지명위원회(Nomination Committee)를 구성하여 이사 후보자를 추천하도록 되어 있다. 지주회사인 Solidium은 100% 정부 소유이지만, Solidium이 지분을 가지고 있는 상장회사에 대해서는 지명위원회의 추천을 받아 이사를 선출하고 있다.

공기업 관리부(SOSD)나 개별 공기업의 지명위원회는 보통 전문가 풀(pool)에서 추천할 사람을 선택하는데, 정부는 4년마다 한 번씩 그 풀을 개방하여 새로운 전문가가 들어올 수 있도록 하고 있다. 또한 공기업 관리부(SOSD)는 전문가 풀에서 요구하고 있는 능력과 전문성을 명시해야 한다. 적합한 능력과 전문성을 인정받아 전문가 풀 관리자에게 추천받은 후보자는 공기업 관리부(SOSD)의 집중적인 인터뷰를 받은 후에 최종적으로 공기업 이사로 지명될 수 있는 인력 풀로 들어오게 된다.

## 2) 공기업 현황

핀란드 공기업은 정부의 공기업 지분 보유 정도나 형태에 따라 정부소유기업(State-owned companies), 정부출자회사(Associated companies), 국가지주회사인 Solidium의 자회사들로 구분할 수 있다. 또한, 소유권 기능을 가진 기구에 따라 총리실 소속인 공기업 관리부(SOSD)의 관리감독을 받는 공기업과 주무부처의 관리감독을 받는 공기업 등으로 다양하게 구분할 수 있다. 본 보고서에서는 후자의 분류 방법을 기본으로 하여 <표 Ⅲ-10>에서는 공기업 관리부(SOSD)의 관리감독을 받는 공기업을 대상으로 상장과 비상장 공기업을 분류한 공기업 현황을, <표 Ⅲ-11>에서는 특수목적을 가진 공기업으로 해당주무부처가 소유권 기능을 행사하는 공기업 현황을 제시하였다.

〈표 III-10〉 핀란드 공기업 현황; 공기업 관리부(SOSD)의 관리감독을 받는 공기업  
(단위: %)

기업명		소유권 부처	유형	정부 지분	최소 지분기준
상장 기업 (15)	Elisa Corporation	Solidium	1a	10	0
	Finnair Plc	VNK	1b	56	50
	Fortum Corporation	VNK	1b	51	50
	Kemira Oyj	Solidium	1a	17	0
	Metsä Corporation	Solidium	1a	13	0
	Neste Oil Corporation	VNK	1b	50	50
	Outokumpu Oyj	Solidium	1a	26	0
	Outotec Oyj	Solidium	1a	13	0
	Sampo Plc	Solidium	1a	12	0
	SSAB	Solidium	1a	17	0
	Stora Enso Oyj	Solidium	1a	12	0
	Talvivaara Mining Company Plc	Solidium	1a	15	0
	Telia Sonera AB	Solidium	1a	3	0
	Tieto Corporation	Solidium	1a	10	0
	Valmet Corporation	Solidium	1a	11	0
비상장 기업 (22)	AltiaPlc.	VNK	1a	100	0
	Arctia Shipping Ltd	VNK	1b	100	100
	Art and Design City Helsinki Oy Ab	VNK	1a	35	0
	Boreal Plant Breeding Ltd	VNK	1b	65	50
	Ekokem Oy	VNK	1b	34	0
	Fingrid Oyj	VM	1b	53	0
	Finnish Seed Potato Centre Ltd	VNK	1b	22	0
	Gasum Corporation	VNK	1b	75	0
	Kemijoki Oy	VNK	1a	50	50
	Leijona Catering Oy	VNK	1b	100	100
	Meritahto Oy	VNK	1b	100	100
	Mint of Finland Ltd	VNK	1b	100	50
	Motiva Oy	VNK	1b	100	100
	Nordic Morning Plc	VNK	1a	100	0
	Patria Plc	VNK	1b	90	50
	Posti Group Corporation	VNK	1b	100	100
	Raskone Ltd.	VNK	1a	85	0
	Suomen Lauttaliikenne Oy	VNK	1b	100	-
	Suomen Viljava Oy	VNK	1b	100	100
	Tapio Ltd	VNK	1b	100	100
Vapo Oy	VNK	1b	50	50	
VR-Group Ltd	VNK	1b	100	100	

주: 1) VNK: Ownership Steering Department in the Prime Minister's Office(총리실 산하의 공기업 관리청)  
 2) VM: Ministry of Finance(재무부)  
 3) Solidium: 핀란드 공기업 지주회사  
 4) 유형분류 1a: 정부가 직접 혹은 간접적으로 100%의 지분을 보유하고 있는 공기업으로 주주이익을 강하게 추구하는 유형의 공기업  
 5) 유형분류 1b: 주주이익 극대화 외에도 국가의 전략적 목적을 추구하는 유형의 공기업으로, 해당 공기업에 대해 지분을 축소하거나 매각할 때 국가가 적극적으로 개입하여 여러가지 적극적인 조치를 취함

자료: 핀란드 공기업 관리부 홈페이지 참조

<http://vnk.fi/en/state-shareholdings-and-parliamentary-authorisations>(검색일자: 2015.08.28)

〈표 III-11〉 핀란드 공기업 현황: 주무부처의 관리감독을 받는 공기업

(단위: %)

기업명	소유권 부처	유형	정부지분	최소지분 기준
AaltoUniversityPropertiesLtd	VM	2	33	-
A-Kruunu Oy	YM	2	100	100
Alko Oy	STM	2	100	100
OHYArsenalLtd <sup>1)</sup>	VM	2	100	100
CSC Scientific Computing Ltd	OKM	2	100	100
Finavia Corporation	LVM	2	100	100
Finnish Aviation Academy Ltd	OKM	2	50	0
Finnish Fund for Industrial Cooperation Ltd (Finnfund)	UM	2	90	50
Finnish Industry Investment Ltd	TEM	2	100	100
Finnpilot Pilotage Ltd	LVM	2	100	100
Finnvera Oyj	TEM	2	100	100
Finrail Oy	VNK	2	100	100
Gasonia Oy	VNK	2	99	0
Governia Oy	VNK	2	100	100
Hansel Ltd	VM	2	100	100
Haus Kehittämiskeskus Oy	VM	2	100	100
Helsingin yliopistokiinteistöt Oy	VM	2	33	0
Horse Institute Ltd	OKM	2	25	0
Municipality Finance Plc	YM	2	16	0
Solidium Oy	VNK	2	100	100
Suomen Erillisverkot Oy	VNK	2	100	100
Suomen yliopistokiinteistöt Oy	VM	2	33	0
Terrafame Oy	TEM	2	100	0
Tietokarhu Oy	VM	2	20	50
Veikkaus Oy	OKM	2	100	100
VTT Technical Research Centre of Finland Ltd	TEM	2	100	100
Yleisradio Oy	LVM	2	100	100
YrityspankkiSKopOyj <sup>1)</sup>	VM	2	95	0

주: 1) LVM: Ministry of Transport and Communications(교통통신부)

2) OKM: Ministry of Education and Culture(교육문화부)

3) STM: Ministry of Social Affairs and Health(사회복지부)

4) TEM: Ministry of Employment and the Economy(고용경제부)

5) UM: Ministry for Foreign Affairs(외교부)

6) YM: Ministry of the Environment(환경부)

7) 유형분류 2: 정부에 의해 부여된 산업적·사회적·정치적 등의 특별한 정책 목적을 달성하기 위해 설립되어 특수한 목적을 추구하는 유형의 공기업

자료: 핀란드 공기업 관리부 홈페이지 참조

<http://vnk.fi/en/state-shareholdings-and-parliamentary-authorisations>(검색일자: 2015.08.28)

### 3) 공기업 관리현황

핀란드는 65개의 공기업 중에서 상업적인 성격이 강한 공기업에 대한 소유권 기능 행사 및 관리감독은 총리실 소속의 공기업 관리부(SOSD)에서 담당하며, 특수목적회사들에 대한 소유권 기능은 각 공기업의 성격에 따라 해당 주무부처에서 행사하고 있다.

특히, 핀란드는 공기업관리부(SOSD)의 운영 투명성과 책임성을 확보하기 위해 재무부 소속이 아닌, 총리실 산하에 공기업관리부(SOSD)를 둠으로써, 공기업 관리에 대한 최종 책임을 총리가 담당하도록 하고 있다. 이러한 공기업관리부(SOSD)의 공기업 관리와 관련된 보조기관으로 소유권 전략기획팀(Ownership Strategies Unit), 성과평가 감독팀(Analysis and Monitoring Unit), 대외협력 법무팀(Communication and Legal Matters Unit), 운영지원팀(Administrative Assistants Unit)의 네 부서를 통해 관리하고 있는 공기업의 지배구조 및 성과 등에 대한 감독을 수행하고 있다(박석희, 2012).<sup>71)</sup>

### 4) 공기업 정보공개

핀란드는 공기업 현황, 관리정책, 지배구조, 관련 법률 및 관련 통계 등을 포함한 다양한 정보를 공기업 관리부(SOSD) 홈페이지에 공개하고 있다.<sup>72)</sup> 특히, 해당 홈페이지를 통해 정부가 소유한 지분 및 소유권 기능 보유에 따른 공기업 분류를 자세하게 제공하고 있다. 또한, 2014년 연차보고서를 통해 소유권 기능의 행사와 목적을 명확히 제시하고 있으며, 공기업 관리와 관련하여 소주제로 보수, 이사회 구성원 임명, 소유권 감독이 노동시장 등의 사회 전반에 미치는 영향, 기업의 사회적 책임과 지속가능성에 대하여 관련 이슈들을 다루고 있다.<sup>73)</sup> 마지막으로 각 기업별 검토를 통해서 기업의 주요

71) 박석희(2012), p. 54.

72) 핀란드 공기업 관리부(SOSD) 홈페이지, <http://vnk.fi/en/government-ownership-steering> (검색일자: 2015.08.28)

73) 핀란드 공기업 관리부 2014 연차보고서(2014 Annual Report of the Ownership Steering Department in the Prime Minister's Office)

임원 소개 및 주요 재무지표들을 공개하고 있으며, 당해 회계연도의 기업의 주요 전략과 변화에 대해서도 소개하고 있다.

#### 나. 공기업의 민영화와 상장<sup>74)</sup>

핀란드는 자본조달과 효율성 제고를 위해서 민영화 정책을 시행하였으며, 민영화의 한 수단으로 공기업 상장을 시도하였다(OECD, 2013). 상장을 위해서는 상장요건이 충족되어야 하며, 상장요건 외에도 정부는 성장 가능성, 미래 배당금, 산업 특성, 이사회와 고위 경영진의 자질 등 더 많은 요소들을 검토한다(OECD, 2013). 상장 이후에는 「회사법(Companies Act)」, 「증권거래법(Securities' Trading Act)」과 같은 법률 요건에 충족되어야 하며, 증권거래소규칙(Stock Exchange Rules)에서 요구하는 정보공개 등의 의무를 가진다. 또한, 핀란드의 금융감독원(Financial Supervisory Authority)으로부터 감사감독을 받는다. 이 외에도 시장 자체, 언론에 의한 간접적인 통제를 받게 된다. 상장 공기업은 상장을 준비과정도 길지만 상장 이후의 적응과정에서도 많은 시간이 걸린다. 또한, 상장 회사들은 국가의 지분(State participation)이 있다고 해도 공공 서비스를 수행하지 못한다.

#### 다. 상장 공기업 현황

##### 1) 관련 법 및 제도

핀란드의 상장 공기업은 현재 총 15개로 그 중 3개인 Finnair, Fortum, Neste Oil은 공기업 관리부(SOSD)가 직접 관리·감독하는 정부 과반수 지분 상장 공기업이다. 나머지 12개 상장 공기업은 'Solidium'이라는 국가지주회사 소속의 정부 소수지분 상장 기업으로, 공기업 관리부(SOSD)의 직접적인 감독은 받지 않는다.

---

74) OECD, 2013 발표자료

〈표 III-12〉 핀란드 상장 공기업 상세 현황

(단위: 백만달러, 명, %)

정부 지분 구분	정부 지분	회사명	산업	상장 연도	시장 가치	고용	소유형태
과반수	55.8%	Finnair Oyj	항공	1989	385	4,981	55.8%는 정부가 소유
	50.8%	Fortum Oyj	에너지 생산	1998	19,317	8,592	50.8%는 정부가 소유
	50.1%	Neste	석유정제	1995/ 2005	6,224	4,833	50.1%는 정부가 소유
소수 <sup>1)</sup>	10.0%	Elisa Oyj	통신	1999	4,578	4,089	10.0%는 Solidium을 통해 정부가 소유
	17.1%	SSAB	철강제조	1989	1,773	16,887	17.1%는 Solidium을 통해 정부가 소유
	12.3%	Stora Enso Oyj	제조	1988	5,502	29,009	12.3%는 Solidium을 통해 정부가 소유
	26.2%	Outokumpu Oyj	철강제조	1988	2,404	12,125	26.2%는 Solidium을 통해 정부가 소유
	16.7%	Kemira Oyj	화학산업	1994	1,858	4,248	16.7%는 Solidium을 통해 정부가 소유
	11.9%	Sampo Oyj	보험	1989	26,249	6,739	11.9%는 Solidium을 통해 정부가 소유
	13.0%	Metso Oyj	기술회사	1989	4,523	15,644	13.0%는 Solidium을 통해 정부가 소유
	3.2%	TeliaSonera AB	통신	1998	27,878	26,166	3.2%는 Solidium을 통해 정부가 소유
	10.0%	Tieto Oyj	IT서비스	1989	1,918	13,720	10.0%는 Solidium을 통해 정부가 소유
	11.1%	Valmet Oyj	기술회사	2014	1,853	10,464	11.1%는 Solidium을 통해 정부가 소유
	13.2%	Outotec Oyj	광업	2006	972	4,571	13.2%는 Solidium을 통해 정부가 소유

주: Solidium이 지분을 소유하고 있는 기업의 기업가치 단위는 EUR bn(십억유로)임

자료: OECD(2014b), pp. 18~21; 핀란드 공기업 관리부 SOSD annual report 2014, p. 38, 41, 44; Solidium annual report 2015, p. 2, pp. 18~19; Thomson Reuters, Eikon DB(검색일자: 2015.11.11)

## 2) 지주회사 여부

국가지주회사인 'Solidium'은 공기업 경영의 독립성을 더욱 제고하기 위해서 2008년 10월에 설립하였으며, 설립 당시 정부가 50% 미만의 지분을 소유하고 있으면서 비전략적 공기업으로 분류되는 9개 공기업에 대한 정부 소유권을 이전하였다(박석희, 2012).<sup>75)</sup> Solidium은 공기업 관리부(SOSD)의 관리·감독을 받으며, 공기업 관리부(SOSD)는 Solidium을 통해서 자회사들의 지분을 간접적으로 소유한다. Solidium에서 대상 기업을 선정하는 기준은 투자수익성과 그 기업의 정책적 중요성이다. Solidium은 50% 이하의 정부지분을 보유한 기업에 대해 지주회사로서 정부를 대신하여 주주의 권리를 행사하고 있으며, Solidium에서 관리하는 정부 소수지분 공기업은 정부가 직접 관리하는 지분 50% 이상의 상장기업에 비하여 상대적으로 기업운영의 자율성을 가지고 있다<sup>76)</sup>. Solidium과 같이 정부지분에 대한 지주회사를 운영하는 국가는 OECD 회원국가 중에서 핀란드가 유일하다.

한편 싱가포르에서도 Temasek이라는 지주회사를 운영하고 있는데 싱가포르 테마섹 홀딩스(Temasek Holdings, 이하 테마섹)는 회사법(Companies Act)에 근거하여 1974년에 설립된 지주회사 형태의 정부투자회사이다. 재무부(Ministry of Finance)가 정책 결정 및 규제와 같은 핵심 업무에 초점을 맞추어 집중할 수 있도록 상업적인 측면에서의 정부자산 투자 및 관리를 온전히 다른 기구에게 맡기고자 했던 것이 주된 설립목적이다. 테마섹은 재무부장관을 통해 정부가 100% 지분을 소유하고 있지만 다른 상업적 회사들과 동일하게 이사회와 경영진을 통해서 운영되고 있다.

핀란드의 Solidium과 싱가포르의 Temasek은 정부지분을 대신 운영하기 위해 설립된 지주회사라는 면에서 공통점을 갖지만 Temasek이 정부가 소유 하던 기업 35개 전체를 대상으로 하는 것에 비하여 Solidium은 정부 지분 50% 미만의 정부 소수 지분 기업만 대상에 포함된다는 점에서 차별성을 갖는다.

---

75) 박석희(2012), p. 50.

76) 핀란드 Solidium 담당자 인터뷰 (2015.10)

〈표 III-13〉 핀란드 Solidium과 싱가포르 Temasek의 비교

구 분	핀란드 Solidium	싱가포르 Temasek
설립연혁	2008	1974
정부지분	100%	100%
설립목적	공기업 경영의 독립성 제고를 위해서 Solidium 설립	재무부가 핵심 업무인 정책결정과 규제에 집중하도록 하기 위해 Temasek을 설립, Temasek으로 하여금 국부자산의 효율적 관리를 도모하게 함
초기투자회사	설립 당시, 정부가 50% 미만의 지분을 소유하고 있으면서 비전략적 공기업으로 분류되는 9개 공기업	설립 당시, 정부가 소유하고 있던 3억 5,400만 달러(싱가포르 달러 기준) 가치의 35개 기업
운영목적	장기적 수익 극대화	장기적 수익 극대화
관리감독의 범위	핀란드 공기업 관리부(SOSD)의 관리를 받음	이사회 및 CEO 임명에 관한 결정과 큰 투자(past reserves에 영향을 줄 만 한)에만 대통령 승인이 필요 그 외에는 자율적 운영
포트폴리오 기업 수	11개(2015년 6월 30 기준)	45개(2015년 3월 31일 기준)
지분을 소유한 기업에 대한 경영권 참여 여부	중요한 금융거래나 인수합병 같은 전략적 의사 결정에 대해서는 참여 가능	주주총회에서 의결권 행사를 통한 간접적 참여만 가능
투자의 범위	국내 회사	국내외 회사

자료: 1. 핀란드 Solidium 홈페이지 (www.solidium.fi) 및 Solidium "Annual Report 2015" 참조  
 2. 싱가포르 Temasek 홈페이지 (www.temasek.com.sg) 및 Temasek "Temasek Review 2015" 참조

### 3) 상장 공기업 관리

상장 공기업의 경우에는 비상장공기업에 비해서 「증권시장법」뿐만 아니라 금융감독원과 헬싱키 증권거래소(Helsinki Stock Exchange)의 각종 지침들에 의해서 규제되고 있다. 또한, 연차보고서에서도 상장기업과 비상장기업을 나누어서 정보를 제공하고 있는데, 상장기업 부문에는 개별 상장 공기업 검토 이전에 정부가 소유한 지분과 그 가치분의 변화에 대한 정보를 공개하고 있다.

#### 4) 상장 공기업 재무성과

핀란드 상장 공기업의 최근 3년간(2012~2014년) 재무성과의 평균을 전체 상장기업 평균과 비교해 보면 배당성향은 전체 상장기업 평균보다 낮은 편이었으며 수익성은 매출액수익률(ROS), 총자산수익률(ROA)은 전체 상장기업보다 높고, 자기자본수익률(ROE)은 전체 상장기업 평균보다 낮게 나타났다. 상장 공기업의 부채비율은 전체 상장기업 평균보다 2배 이상 높게 나타나고 있다.

〈표 III-14〉 핀란드 상장 공기업 재무성과 요약(2012~2014년 평균)

(단위: %)

정부 지분 구분	정부 직접 지분	회사명	주가 상승률	배당 성향	매출액 수익률 (ROS)	총자산 수익률 (ROA)	자기 자본 수익률 (ROE)	부채 비율	매출액 증가율
과반수	55.8%	Finnair Oyj	-10.49	40.04	-1.26	-0.43	-3.64	215.07	7.01
	50.8%	Fortum Oyj	-6.24	55.92	23.51	9.47	18.80	133.84	-0.21
	50.1%	Neste	13.57	122.95	1.76	4.33	9.19	173.58	15.34
소수	10.0%	Elisa Oyj	6.57	97.76	13.36	11.02	24.58	146.91	2.94
	17.1%	SSAB	-21.43	1429.92	0.40	-0.30	-2.57	103.02	-2.57
	12.3%	Stora Enso Oyj	4.97	-52.85	2.40	3.55	3.07	129.86	1.84
	26.2%	Outokumpu Oyj	-22.65	0	-12.30	-6.24	-28.17	247.44	20.81
	16.7%	Kemira Oyj	3.87	110.97	1.87	2.23	2.17	91.63	2.09
	11.9%	Sampo Oyj	24.25	52.65	21.37	4.82	15.59	238.92	3.82
	13.0%	Metso Oyj	-6.94	78.89	5.39	6.64	17.86	199.65	-5.10
	3.2%	TeliaSonera AB	1.37	78.02	16.85	7.75	14.97	117.03	-0.09
	10.0%	Tieto Oyj	9.21	155.16	2.84	4.39	8.11	111.44	0.25
	11.1%	Valmet Oyj		15.94	1.72	1.35	4.76	486.84	3.64
	13.2%	Outotec Oyj	-10.01	6121.20	7.27	5.10	16.17	227.15	29.18
상장 공기업 평균			-1.10	63*	6.10	3.80	7.20	187.30	5.60
상장기업 평균				83.30	5.00	1.30	11.80	72.10	

주: SAAB 1,429%, OUTOTEC 6,121% 등 특이값 제외. 특이치를 포함할 경우 배당성향은 593.3임

자료: Thomson Reuters, Eikon DB(2015.11.11)의 재무자료를 이용하여 계산

## 라. 상장 공기업 사례 분석

### 1) Neste

#### 가) 상장 공기업 소개<sup>77)</sup>

1948년 핀란드 국가석유회사(State petrol company)로 설립된 Neste는 석유 정제 및 판매, 재생가능한 연료 생산을 주로 하는 기업으로, 1990년대 시장자유화까지는 법적으로 석유 수입에 대한 독점권을 부여받았다. 1998년에 전력회사인 Imatran Voima와 합병하여 Fortum으로 새로운 회사를 만들었으나, 2005년 Fortum의 석유 부문이 재분리되면서 현재의 Neste<sup>78)</sup>가 되었다. 본사인 핀란드뿐만 아니라 스웨덴·네덜란드·싱가포르·러시아·북아메리카 등 전 세계 14국에 지사를 두고 있는 에너지 다국적 기업이며, 헬싱키증권거래소<sup>79)</sup>(NASDAQ OMX Helsinki)에 상장되어 있다.

Neste의 대주주는 공기업 관리부(SOSD)이며, 2014년 12월 31일 기준으로 총주식 수 2억 5,640만 3,686주 중에서 1억 2,845만 8,247주를 보유하여 50.10%의 지분율을 보이고 있다. 또한 Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company가 1.42%, Varma Mutual Pension Insurance Company가 1.21%, The Social Insurance Institution of Finland가 1.03%의 지분을 보유하고 있으며, 그 외에는 모두 1% 미만의 지분율을 가진 다수의 주주들이 존재하고 있다.

#### 나) 재무성과

Neste는 2014년도 150억 1,100만 유로의 매출을 기록하였으나 전년도에 비해 감소한 수치이다. 따라서 영업이익과 순이익도 2013년과 비교했을 때 큰 폭으로 감소하였다. 재무성과는 전년도에 비해서 저조하나, 총배당금은 1억 6,600만 유로로 2013년과 거의 동일하다.

77) Neste 홈페이지 참조 (<https://www.neste.com/en>, 2015.10.08)

78) 분리될 당시의 사명은 'Neste Oil'이었으나, 2015년 6월 1일부터 'Neste'로 변경함

79) 헬싱키 증권거래소는 2003년에 OMX의 일부가 되었는데, 2008년 2월 NASDAQ이 OMX를 인수하면서 헬싱키 증권거래소의 공식 명칭은 'NASDAQ OMX Helsinki'가 됨

〈표 III-15〉 Neste의 재무성과(2012~2014)

(단위: 백만유로, %)

구분		2012	2013	2014
손익계산	매출액(Revenue)	17,853	17,238	15,011
	영업이익(Operating profit)	324	632	150
	순이익 <sup>3)</sup>	159	524	60
	자기자본이익률 <sup>4)</sup> (ROE, Return on shareholders' equity), %	6.3	19.1	2.1
재무상태	총자산(Assets)	7,398	7,043	6,494
	자본(Equity)	2,540	2,924	2,659
	부채(Liabilities)	4,858	4,119	3,835
주식 관련 성과	주당순이익 <sup>5)</sup> (EPS, Earnings per share), EUR	0.61	2.04	0.22
	주당배당금(DPS, Dividend per share), EUR	0.38	0.65	0.65
	총배당금(Total dividends paid)	98	167	166
	정부가 받은 배당금	48.8	83.5	83.5

주: 1) 회계기간은 매년 1월 1일에서 12월 31일며, 모든 수치는 가장 최근 발표된 자료를 기준으로 함. 예를 들어 2013년 재무상태 자료를 기입할 때, 2013년 당기와 2014년 전기 자료의 수치가 다른 경우에는 2014년 전기 자료를 기입함

2) 해당기업 연차보고서와 공기업 관리실 연차보고서의 수치가 다를 때에는 해당기업 연차보고서를 우선으로 함

3) 'Profit for the period'으로, 순이익을 의미함

4) ROE는 '당기순이익/자기자본'에 100을 곱하여 산출하며, 자본을 활용하여 얼마 만큼의 이익을 올리고 있는지를 나타내는 지표로서 내부투자자에게 유용한 정보를 제공함

5) EPS는 '당기순이익/발행한 총 주식수'로 산출하며, 1주당 얼마 만큼의 이익을 창출하였는지를 나타내는 지표로서 외부투자자에게 유용한 정보를 제공함

자료: 1. Neste "annual report 2013," p. 184, pp. 207~212.

2. Neste "annual report 2014," pp. 178~180, p. 212(해당 페이지의 연도가 잘 못 기입된 것으로 보임, 다른 자료와의 비교를 통해서 주당배당금 및 총배당금을 해당 페이지의 연도와 다르게 기입함).

3. 총배당금과 정부가 받은 배당금 수치는 핀란드 국가투자청 SOSD, "annual report 2013," p. 42, "annual report 2014," p. 44.

다) 지배구조<sup>80)</sup>

Neste의 지배구조는 핀란드 법과 회사 정관(the company's Articles of Association)을 토대로 이루어지고 있으며, 2010년에 제정된 「핀란드 기업지배구조기준(Finnish Corporate Governance Code 2010)」을 준수하고 있다. 이 법에는 기업운영과 재무성과에 대한 검토를 독립적으로 규정하고 있는

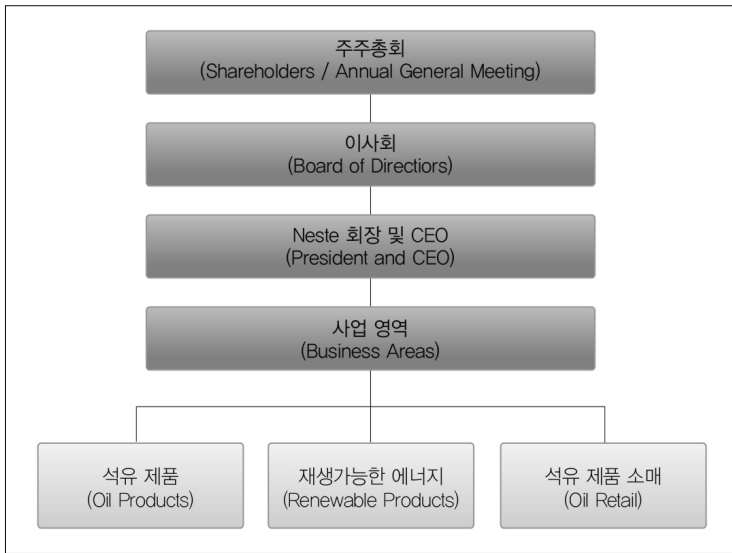
80) Neste, "annual report 2014," pp. 135~159.

데, 재무성과에 대한 검토는 Neste 이사회의 회계위원회(Audit Committee)에 의해 이루어지고 있다. 이 뿐만 아니라 Neste는 「회계법(Accounting Act)」, 「증권시장법(Securities Market Act)」, 「핀란드 회계감사위원회의 가이드라인(the opinions and guidelines of the Finnish Accounting Board)」 등의 법률과 기준에 따르고 있다.

Neste 운영과 통제에 관한 문제는 주주총회, 회계위원회(Audit Committee)를 포함한 이사회, Neste의 회장과 CEO 등 세 부문에 의해서 이루어지고 있으나, 최후의 의사결정 권한은 주주총회를 통해 주주가 행사한다. 이사회는 Neste의 전략을 기획하고, 사업운영에 대해 관리감독하는 역할을 수행한다.

Neste의 회장과 CEO는 고위 임원들로 이루어진 참모진(Neste Executive Board, NEB)에 의해서 보좌 받으며 실질적인 사업 수행을 통해 기업의 운영목표와 전략을 실행한다.

[그림 III-2] Neste의 지배구조



자료: Neste, “2014년 연차보고서,” p. 135.

## 2) Fortum

### 가) 상장 공기업 소개<sup>81)</sup>

Fortum은 1998년 설립되어 북유럽과 발트 해 국가, 폴란드, 러시아 등의 국가에서도 활동하고 있는 핀란드 에너지 회사로 수력·원자력·태양력 등의 발전소 운영을 통해 전력을 생산하고 판매하고 있다. 이외에도 에너지와 관련된 서비스와 제품을 제공하고 있는 기업이다. Fortum은 1998년 12월 18일에 헬싱키 증권거래소(Helsinki Stock Exchange)에 상장되었다.

Fortum의 대주주는 공기업 관리부(SOSD)이며, 2015년 7월 31일 기준으로 총주식 수 8억 8,836만 7,045주 중에서 4억 5,093만 2,988주를 보유하여 50.76%의 지분율을 보이고 있다. 그 외에는 모두 1% 이하의 지분율을 가진 다수의 주주들이 존재하고 있다.

### 나) 재무성과

Fortum은 2014년도의 매출액이 47억 5,100만유로로, 전년도에 비해서 감소하였으나 순이익은 약 2.5배 정도 증가하였다. 총배당금도 2014년에 11억 5,500만 유로로 2012년과 2013년에 비하여 증가하였다.

---

81) 핀란드 Fortum 홈페이지 참조 (<http://www.fortum.com/frontpage/com/en/fri-=irene>, 검색 일자: 2015.10.9)

〈표 III-16〉 Fortum의 재무성과(2012~2014)

(단위: 백만유로, %)

구분		2012	2013	2014
손익계산	매출액(Sales)	6,159	5,309	4,751
	EBITDA <sup>2)</sup>	2,538	2,129	3,954
	영업이익(Operating profit)	1,874	1,508	3,428
	순이익 <sup>3)</sup>	1,416	1,204	3,154
	자기자본이익률 <sup>4)</sup> (ROE, Return on shareholders' equity), %	14.6	12	30
재무상태	총자산(Assets)	24,561	23,348	21,375
	자본(Equity)	10,643	10,124	10,935
	부채(Liabilities)	13,918	13,224	10,440
주식 관련 성과	Share capital	3,046	3,046	3,046
	주당순이익 <sup>5)</sup> (EPS, Earnings per share)	1.59	1.36	3.55
	주당배당금 <sup>6)</sup> (DPS, Dividend per share), EUR	1.00	1.10	1,106
	총 배당금(Total dividends paid)	888	977	1,155
	정부가 받은 배당금	451	496	586

- 주: 1) 모든 수치는 가장 최근 발표된 자료를 기준으로 함. 예를 들어 2013년 재무상태 자료를 기입할 때, 2013년 당기와 2014년 전기 자료의 수치가 다른 경우에는 2014년 전기 자료를 기입함  
 2) Earnings before interest, tax, depreciation, amortization으로 영업이익에서 법인세, 이자, 세금, 감가상각비용 등을 제하기 전의 이익을 뜻함  
 3) 'Profit for the period, owners of parent' 모기업의 순이익을 의미함  
 4) ROE는 '당기순이익/자기자본'에 100을 곱하여 산출하며, 자본을 활용하여 얼마만큼의 이익을 올리고 있는지를 나타내는 지표로서 내부투자자에게 유용한 정보를 제공함  
 5) EPS는 '당기순이익/발행한 총 주식수'로 산출하며, 1주당 얼마만큼의 이익을 창출하였는지를 나타내는 지표로서 외부투자자에게 유용한 정보를 제공함  
 6) 2015.03.31에 열린 이사회(annual general meeting)에서 이사회에 따라 0.20의 주당배당금이 추가됨

- 자료: 1. Fortum "annual report 2014," p. 17.  
 2. 재무상태와 관련된 수치는 Fortum, "annual report 2013", pp. 90-91, Fortum, "annual report 2014," p. 134.  
 3. 총배당금과 정부가 받은 배당금 수치는 핀란드 공기업 관리부(SOSD), "annual report 2013," p. 39, "annual report 2014," p. 41.

다) 지배구조<sup>82)</sup>

Fortum의 지배구조는 핀란드 법과 회사 정관(the company's Articles of Association)을 토대로 이루어지고 있으며, 2010년에 제정된 「핀란드 기업지

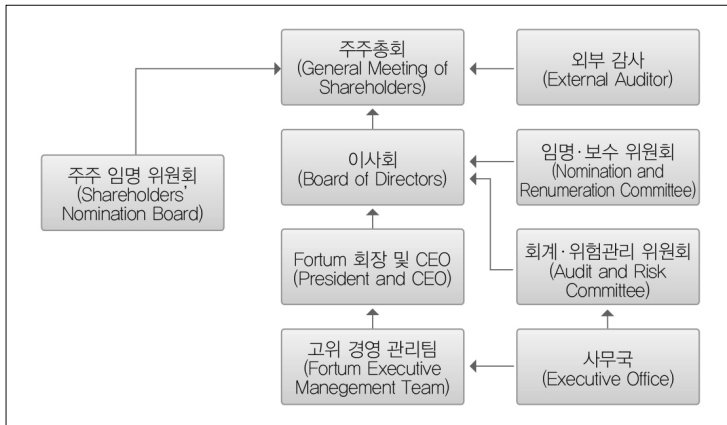
82) Fortum, "annual report 2014," pp. 253~254를 참조

배구조기준(Finnish Corporate Governance Code 2010)을 준수하고 있다. 이 법에는 기업운영과 재무성과에 대한 검토를 독립적으로 규정하고 있는데, 재무성과에 대한 검토는 Fortum 이사회의 회계·위험관리 위원회에 의해 이루어지고 있다. 이 뿐만 아니라 Fortum은 「회사법(Companies Act)」, 「회계법(Accounting Act)」, 「증권시장법(Securities Market Act)」, 「핀란드 회계감사 위원회의 가이드라인(the opinions and guidelines of the Finnish Accounting Board)」에 따르고 있다.

Fortum은 주주총회(General Meeting of Shareholders), 회계·위험관리 위원회(Audit and Risk Committee)와 임명·보수 위원회(Nomination and Remuneration committee)로 이루어진 이사회, Fortum의 회장과 CEO 등 세 부문에 의해서 기업의 행정관리와 운영에 대한 전반적인 의사결정이 이루어진다.

주주총회는 회사법에 의해 규정된 안건과 관련한 최고의 의사결정기구이며, 이사회는 회사의 전략적인 발전과 경영 및 조직 관리 감독에 대한 책임을 지고 있는 기구이다. Fortum의 회장과 CEO는 회사 고위 임원들로 이루어진 경영관리팀(Fortum Executive Management Team, FEM)에 의해서 보좌 받으며 Fortum 그룹 전체 운영에 대한 책임을 지고 있다.

[그림 III-3] Fortum의 지배구조



자료: Fortum, "2014년 연차보고서," p. 253.

### 3. 노르웨이

#### 가. 공기업 현황

##### 1) 공기업 관련 법 및 제도<sup>83)</sup>

노르웨이 국왕, 즉 노르웨이 정부는 노르웨이 왕국 헌법 제19조에 따라 공기업(state-owned enterprises)과 특별법에 따라 설립된 기업(special law companies)의 지분을 관리하고 이에 대한 소유권을 행사한다. 국가의 소유권은 주무부처에 위임되며, 주무부처는 헌법 및 의회가 제정한 법률에 따라 공기업 소유권을 행사한다. 국가의 지분 투자 및 투자 회수는 국회의 동의를 얻어야 하는 반면에 공기업이 다른 기업의 지분을 매입 또는 매각하거나 사업 일부를 인수 또는 매각하는 것은 해당 공기업의 설립목적에 일치한다면 일반적으로 국회의 동의가 없이도 가능하다.

노르웨이의 공기업들은 과거에 정부기관(government agency)의 형태로 설립되기도 하였으나, 현재는 대부분의 공기업이 기업법의 적용을 받는 회사(company)나 독립기업(independent enterprise)의 형태로 전환되었다.

노르웨이는 「노르웨이 기업지배구조 원칙(The Norwegian state's principles of corporate governance)」<sup>84)</sup>을 정하여, 모든 공기업에 적용하고 있다.

---

83) Norwegian Ministry of Trade, Industry, and Fisheries, "Diverse and value-creating ownership," *Report to the Storting (white paper)*, Meld. St. 27 (2013-2014), 2015, pp. 49, 60-61, 68의 내용을 요약

84) Norwegian Ministry of Trade, Industry, and Fisheries, "Diverse and value-creating ownership," 2015, p. 68.

### 〈노르웨이 기업지배구조 원칙〉

1. 모든 주주를 동등하게 대우한다.
2. 공기업에 대한 국가의 소유권은 투명해야 한다.
3. 소유권 결정 및 의결은 주주총회에서 결정한다.
4. 이사회는 정관의 범위 내에서 기업의 명확한 목표 및 전략을 마련하는 책임을 지고 있으며, 국가는 개별 기업의 성과 목표를 설정한다.
5. 기업의 자본구조는 기업의 목표와 여건에 적합해야 한다.
6. 이사회 구성은 숙련도, 역량 및 다양성을 기반으로 개별 기업의 고유한 특성을 반영해야 한다.
7. 이사회는 소유권자를 대신하여 기업의 경영에 대한 독립적 감독 기능을 수행하는 것을 포함해서 기업 경영의 책임을 진다.
8. 이사회는 자체 업무에 대한 계획을 채택하고, 이사회 역량을 개발하고 자가 평가를 수행하기 위해서 적극적으로 업무에 임해야 한다.
9. 보수 및 유인(incentive) 제도는 기업 내에서의 가치 창출을 촉진하고 일반적인 관점에서 합리적인 수준이어야 한다.
10. 기업은 사회공헌활동을 보호하기 위해서 체계적 업무를 수행해야 한다.

출처: Norwegian Ministry of Trade, Industry, and Fisheries, "Diverse and value-creating ownership," 2015, p. 68.

노르웨이 공기업의 임원선임을 위해서는 노르웨이 정부 대표와 주주들이 주주총회에서 함께 선출한 임명 위원회가 이사 선발을 위한 사전 작업을 실시하며, 정부가 전액 출자한 공기업의 경우에는 관계 부처 내부적으로 이사 선발을 위한 사전 작업을 실시한다. 정부는 이사 선발 시에 개별 공기업의 특성, 이사의 역량, 다양성(출신지, 나이, 문화적 배경 등)을 고려한다.<sup>85)</sup>

## 2) 공기업 현황

국가 소유권 보고서 2014(Statens Eierberetning 2014)에 따르면, 노르웨이의 10개의 관계 부처가 68개의 공기업에 대해 직접적인 소유권을 행사하고 있다.<sup>86)</sup>

공기업은 국가 소유권의 목적에 따라서 (1) 상업적 목적을 가진 기업, (2) 상업적 목적을 가지고 노르웨이에 본사를 주재하는 기업, (3) 상업적 목적뿐

85) 노르웨이 산업부 공기업 관리실 담당자 인터뷰(2015.10)

86) Norwegian Ministry of Trade, Industry, and Fisheries, "Statens Eierberetning 2014," 2015, p. 6.

만 아니라 다른 특수한 목적을 가진 기업, (4) 분야별 정책 목표를 가진 기업으로 분류된다.<sup>87)</sup>

### 3) 공기업 관리 현황<sup>88)</sup>

노르웨이 공기업 전체를 관리하는 기구는 별도로 존재하지 않는다. 통상산업부의 소유권과(Department of Ownership)가 공기업 유형 1, 2 및 3에 해당하는 상업적 목적을 가진 공기업 26개 중 19개를 관리하고, 나머지는 국방부, 지방정부 및 현대화부, 농식품부, 석유에너지부, 교통통신부가 나누어 관리한다.

### 4) 공기업 정보공개

통상산업부가 발행하는 연차보고서(State Ownership Report)는 국가가 직접 지분을 갖고 있는 공기업의 목록 및 유형, 재무정보, 공기업 관련 주요 사건, 공기업 지배구조 현황, 사회적 책임 등을 개괄적으로 기술하고, 공기업마다 한 페이지씩 할애하여 기업 개요, 주요 사건, 사회적 책임 및 재무정보 등을 제공하고 있다.

또한, 정부 소유권 정책(The Government's Ownership Policy)을 비정기적으로 발행하여, 노르웨이 정부의 공기업 정책의 범위와 목표, 기대효과(expectations), 보수 규정, 관련 법령 및 제도, 지배구조 등에 관해 자세히 정리하여 공개하고 있다. 또한 노르웨이 국회에 제출하는 백서(white paper)를 통상산업부 홈페이지에 비정기적으로 공개하고 있는데, 백서의 내용은 정부 소유권 정책의 내용과 대동소이하다.

---

87) Norwegian Ministry of Trade, Industry, and Fisheries, "The State Ownership Report 2013," 2014. p. 7.

88) Norwegian Ministry of Trade, Industry, and Fisheries, "The State Ownership Report 2013," 2014. p. 7.

〈표 III-17〉 노르웨이 공기업 목록

(단위: %)

부처	공기업	지분	부처	공기업	지분	
Ministry of Finance	Folketrygdfondet	100	Ministry of Trade, Industry and Fisheries	DNB ASA	34	
Ministry of Defence	Aerospace Industrial Maintenance Norway SF	100		Eksporthandel ASA	15	
Ministry of Health and Care Services	Helse Midt-Norge RHF	100		Eksporthandel Norge AS	100	
	Helse Nord RHF	100		Electronic Chart Centre AS	100	
	Helse Sør-Øst RHF	100		Entra ASA	49,89	
	Helse Vest RHF	100		Flytoget AS	100	
	Nordisk Institutt for Odontologiske Materialer AS	49		GIEK Kredittforsikring AS	100	
	Norsk Helsenettt SF	100		Innovasjon Norge	51	
	AS Vinmonopolet	100		Investinor AS	100	
MLGM <sup>1)</sup>	Kommunalbanken AS	100		Kings Bay AS	100	
Ministry of Culture	Carte Blanche AS	70		Kongsberg Gruppen ASA	50,001	
	AS Den Nationale Scene	66,67		Mesta AS	100	
	Den Norske Opera & Ballett AS	100		Nammo AS	50	
	Filmparken AS	77,6		Nofima AS	56,84	
	Nationaltheatret AS	100		Norges sjømatrad AS	100	
	Norsk rikskringkasting AS	100		Norsk Hydro ASA	34,26	
	Norsk Tipping AS	100		SAS AB	14,29	
	Rogaland Teater AS	66,67		Siva - Selskapet for Industrivekst SF	100	
	Rosenkrantzgate 10 AS	3,07		Space Norway AS	100	
	Trøndelag Teater AS	66,67		Statkraft SF	100	
Ministry of Education and Research	Norsk samfunnsvitenskapelig datatjeneste AS	100		Store Norske Spitsbergen Kulkompani AS	99,94	
	Simula Research Laboratory AS	100		Telenor ASA	53,97	
	UNINETT AS	100		Yara International ASA	36,21	
	Universitetssenteret på Svalbard AS	100		Enova SF	100	
Ministry of Agriculture and Food	Graminor AS	28,2		Ministry of Petroleum and Energy	Gassco AS	100
	Kimen Sjøvarelaboratoriet AS	51			Gassnova SF	100
	Statskog SF	100			Petoro AS	100
	Staurgard AS	100			Statnett SF	100
	Veterinærmedisinsk Oppdragscenter AS	34			Statoil ASA	67
Ministry of Trade, Industry and Fisheries	Ambita AS	100	MTC <sup>2)</sup>	Avinor AS	100	
	Aker Kværner Holding AS	30		Baneservice AS	100	
	Andøya Space Center AS	90		NSB AS	100	
	Argentum Fondsinvesteringer AS	100		Posten Norge AS	100	
	Bjørnøen AS	100	MFA <sup>3)</sup>	Norfund	100	

주: 1) Ministry of Local Government and Modernisation

2) Ministry of Transport and Communications

3) Ministry of Foreign Affairs

출처: Norwegian Ministry of Trade, Industry, and Fisheries, "Statens Eierberetning 2014," p. 6.

## 나. 공기업 민영화와 상장

노르웨이는 공기업을 자국 내 가치 창출의 중요한 수단으로 보고 있어 종합적인 민영화 목표를 설정하고 있지 않으며<sup>89)</sup>, 천연자원을 이용하는 공기업의 경우에는 부분적인 민영화조차도 고려하고 있지 않다고 Government's Ownership Policy에서 천명하고 있다.<sup>90)</sup>

그럼에도 불구하고 기관(agency)에서 기업(company)으로의 조직 형태 전환, 소유권 개편, 주식 상장과 같은 이유로 민영화가 진행되었다.

〈표 III-18〉 노르웨이 주요 공기업의 민영화

민영화된 기업	연도	민영화 내용
Statkraft와 Stinnett (前 Statkraftverkene)	1992	• 정부기관(governmental agency) 또는 공공부문 기업(public sector enterprises)을 기업으로 전환하는 과정에서의 민영화 추진
Telenor (前 Televerket)	1994	
Arcus	2001/2003	• 행정부의 직접적인 상업적 지분의 중앙집권화(centralization) 과정에서 소유권 개편을 위한 민영화 추진
BaneTele	2006/2009	
Secora	2012	
Telenor	2000	• 주식거래소 상장 과정 중에 정부 지분의 감소
Statoil	2001	
Cermaq	2005	
Christiania Bank og Kredittkasse	1995/2000	• 90년대 노르웨이 금융위기 때 정부가 지분을 인수하였으나, 그 이후에 전체 또는 일부 지분을 매각/상장
DNB	1995	
Entra	2014	• 국가소유의 정당성이 미약한 기업의 지분 감축/매각
Cermaq	2014	

자료: Norwegian Ministry of Trade, Industry, and Fisheries, "Diverse and value-creating ownership," *Report to the Storting (white paper)*, Meld. St. 27 (2013-2014), 2015. p. 49.

89) OECD(2003), p. 28.

90) Norwegian Ministry of Trade, Industry, and Fisheries, "Government's Ownership Policy 2008," 2008. p. 11.

최근 노르웨이 국회는 정부가 Ambita, Baneservice, Entra, Mesta, SAS, Veterinærmedisinsk Oppdragscenter와 같이 국유에 대한 정당성이 약한 경우에 한해 국가 지분을 줄이도록 의무화 하였다. 이에 따라 지난 2014년에는 주식공모발행(public offering)을 통해서 부동산 기업 Entra의 국가 지분을 100%에서 49.89%로 낮추었다. 이에 따라 Entra는 정부 100% 소유기업에서 상장공기업으로 변환되었다. 양식 기업인 Cermaq는 일본 Mitsubishi Corporation에 전체 지분을 매각하였다. 한편, Mesta의 경우는 입찰가격이 낮아 매각을 보류하였다.<sup>91)</sup>

#### 다. 상장 공기업 현황

노르웨이의 상장 공기업은 <표 III-19>에서 보듯이 총 8개이며, 이 중 Statoil ASA, Telenor ASA, Kongsberg Gruppen ASA 3개 상장 공기업은 정부가 과반수 지분을 보유하고 있으며 Entra ASA, DNB ASA, Norsk Hydro ASA, Yara International ASA, SAS의 4개 기업은 정부가 10% 이상 50% 이하의 지분을 보유하고 있다.<sup>92)</sup>

##### 1) 관련 법 및 제도

노르웨이 공기업은 일반적으로 기업법에 따라 운영되기 때문에 공기업 또는 상장 공기업에만 별도로 적용되는 법률이나 제도가 존재하지 않는다. 노르웨이 기업들은 오슬로 주식시장에 상장하기 위해서 「주식거래소법(The Stock Exchange Act)」, 「주식회사법(Public Limited Liability Companies Act)」과 「노르웨이 증권거래법(Norwegian Securities Trading Act)」, 「금융기관법(Financial Institutions Act)」, 「저축은행법(Savings Banks Act)」, 「증권펀드법(Securities Funds Act)」 등을 준수해야 한다.<sup>93)</sup>

91) Norwegian Ministry of Trade, Industry, and Fisheries, "The State Ownership Report 2014," 2015, p. 3.

92) OECD(2014b), p. 62.

93) OECD(2014d), p. 16; Oslo Børs, *Acts and regulations*, [http://www.oslobors.no/ob\\_eng/Oslo-Boers/Regulations/Acts-and-regulations](http://www.oslobors.no/ob_eng/Oslo-Boers/Regulations/Acts-and-regulations)(검색일자: 2015.10.08)

〈표 III-19〉 노르웨이 상장 공기업 상세 현황

(단위: 백만달러, 명)

정부지분 구분	정부지분	회사명	산업	상장 연도	시장 가치	고용	소유 형태
과반수	67%	Statoil ASA	석유/가스 생산	2001	55,798	22,516	
	53.97%	Telenor ASA	통신	2000	30,339	33,000	
	50.001%	Kongsberg Gruppen ASA	군대, 네비게이션 기술	1993	1,969	7,726	
소수	49.89%	Entra ASA	부동산	2014	1,875	167	
	36%	Yara International ASA	비료 생산	2004	12,298	12,073	
	34%	Norsk Hydro ASA	알루미늄 생산	1909	11,712	12,922	
	34%	DNB ASA	은행	1992	24,049	12,064	
	14.29%	SAS	항공	1997	639	12,329	

자료: 1. Norwegian Ministry of Trade, Industry, and Fisheries, "The State Ownership Report 2014."  
 2. OECD, The Size and Sectoral Distribution of SOEs in OECD and Partner Countries, 2014b, pp. 18~21.  
 3. Thomson Reuters, Eikon DB(2015.11.11)

노르웨이의 유한책임회사(limited liability company)는 일원적 이사회 구조를 취하며, 이사회가 경영 및 감독의 기능을 함께 수행한다. 근로자의 수에 따라서 근로자대표 이사의 이사회 참여 여부가 결정되며, 근로자 200명 이상을 고용하는 기업은 기업의회(corporate assembly)를 의무적으로 구성해야 한다. 「노르웨이 주식회사법(Norwegian Public Limited Liability Companies)」의 6-37절에 따르면, 기업의회가 이사와 이사회 의장을 선출하고, 이사회 및 최고경영자의 경영활동을 감독하며, 대규모 투자나 사업개편과 같이 중요한 사안들에 대한 의사결정을 내린다.<sup>94)</sup> 이사회 구성원의 절반 이상은 노르웨이 국민이거나 유럽경제지역(European Economic Area) 내에 거주하는 유럽경제지역 국가 시민이어야 하며, 주식회사는 유한책임회사와는 달리 이사회 내 성비의 균형을 맞춰야 한다. 사외이사에 대한 법적 요건

94) Statoil, 홈페이지, *Corporate assembly and board*, <http://www.statoil.com/annualreport2011/en/corporategovernance/pages/corporateassemblyandboard.aspx>(검색일자: 2015.11.30)

은 존재하지 않으나, 노르웨이 기업지배구조 기준(Norwegian Code of Practice for Corporate Governance)은 이사회가 독립적으로 운영되어야 한다고 규정하고 있다. 주식회사에서 최고경영자는 법적으로 이사회 구성원이 될 수 없으며, 노르웨이 기업지배구조 기준은 더 나아가서 경영진(executive personnel)이 이사회 구성원으로서 이사회에 참여하지 말 것을 권고하고 있다.

〈표 III-20〉 노르웨이 상장기업의 이사회 구조

	이사회 구조	이사회 규모	이사의 임기(년)	근로자대표이사
노르웨이	일원적/이원적 이사회 혼용	일원적 이사회는 3명 이상, 이원적 이사회는 감독이사회는 12명 이상, 운영이사회는 5명 이상.	4(2)	근로자 수 50명 이상 기업 전체의 33% 이상, 30~50명 기업은 1명 이상, 운영이사회 이사는 감독이사회에서 선임함

주: ( ) 안 숫자는 지배구조 관련 규정에서 권장하는 기간  
 자료: OECD(2014d), p. 35, p. 38.

## 2) 지주회사 여부

노르웨이 공기업의 지분을 중앙집중적으로 관리하는 지주회사는 존재하지 않으며, 노르웨이 공기업의 소유권은 관계부처들에 분산되어 있다. 다만, 통상산업부가 노르웨이 정부가 소유권을 갖고 있는 68개 공기업에 관한 연차보고서를 대표로 발행하고 있다.

## 3) 상장 공기업 관리

노르웨이는 상장 공기업을 별도의 유형으로 지정하여 관리하지 않으며, 상장 공기업도 다른 공기업들과 동일하게 1~4 유형으로 분류하여 관리하고 있다. 따라서 연차보고서 내에서 상장 공기업에 대해 별도의 페이지를 할애하고 있지 않지만, 주요 지표나 수치를 공개함에 있어서 상장 공기업과 비상장 공기업을 나누어 비교하는 방식을 취하고 있다.

#### 4) 상장 공기업 재무성과

노르웨이 상장 공기업의 최근 3년간(2012~2014년) 재무성과의 평균을 노르웨이 전체 상장기업 평균과 비교해 보면 배당성향은 전체 상장기업 평균보다 비교적 높은 편이었으며 수익성은 매출액수익률(ROS), 총자산수익률(ROA) 기준으로 전체 상장기업 평균보다 낮게 나타났다. 부채비율도 전체 상장기업 평균보다 2배 이상 크게 나타나고 있다.

〈표 III-21〉 노르웨이 상장 공기업 재무성과 요약(2012~2014년 평균)

(단위: %)

정부 지분 구분	정부 직접지분	회사명	주가 상승률	배당 성향	매출액 수익률 (ROS)	총자산 수익률 (ROA)	자기 자본 수익률 (ROE)	부채 비율	매출액 증가율
과반수	67%	Statoil ASA	0.36	79.27	10.43	5.45	13.61	154.08	5.81
	53.97%	Telenor ASA	10.43	100.25	8.79	6.28	12.63	116.09	1.99
	50.001%	Kongsberg Gruppen ASA	-2.11	47.51	8.61	6.9	18.38	169.08	0.65
소수	49.73%	ENTRA ASA	- <sup>1)</sup>	68.28	39.61	4.99	8.68	229.65	1.51
	36%	Yara International ASA	-8.26	39.54	13.1	10.23	15.68	60.2	9.17
	34%	Norsk Hydro ASA	-8.27	-37.46	2.02	-0.08	-0.63	58.6	-4.83
	34%	DNB ASA	13.13	21.57	15.56	1.16	12.61	1650.47	-5.04
	14.29%	SAS	14.99	-5.85	-2.2	-0.03	-17.34	214.96	2.74
상장 공기업 평균			3.4	44.8	12.2	5.8	10.1	303.0	-0.1
전체 상장기업 평균				29.0	16.9	3.3	9.5	129.3	

주: 1) ENTRAs는 2014년 10월 17일 상장되었음

자료: Thomson Reuters, Eikon DB(검색일자: 2015.11.11)의 재무자료를 이용하여 계산

#### 라. 상장 공기업 사례 분석

본 장에서는 정부가 50% 이상 지분을 소유한 공기업인 Statoil ASA, Telenor ASA 및 Kongsberg Gruppen ASA의 사례를 소개한다.

## 1) Statoil ASA

Statoil ASA는 1972년에 설립된 국제적인 에너지 기업으로, 33개국에서 사업을 운영 중이다. 회사의 주요 사업은 석유와 가스의 생산이며, Statoil이 노르웨이 대륙붕(Norwegian Continental Shelf) 석유 및 가스 생산의 약 69%를 차지하고 있다. 또한, 석유 및 가스의 다운스트림(downstream, 원유의 정제, 수송 및 판매, 각종 석유화학 제품 생산) 사업과 재생 에너지 사업도 수행하고 있다. 기업 형태는 공개유한책임회사(public limited company) 형태를 취하고 있으며, 오슬로와 뉴욕 주식시장에 2001년에 상장되었다.<sup>95)</sup>

### 가) 재무성과

〈표 III-22〉 Statoil의 재무성과(2012~2014)

(단위: 십억크로네, %)

구분		2012	2013	2014
손익계산	매출액(Revenues)	622.7	634.5	718.2
	영업이익(Operating profit)	109.5	155.5	206.6
	순이익 <sup>2)</sup>	22	39.2	69.5
재무상태	총자산(Assets)	986.4	885.6	784.4
	자본(Equity)	381.2	356.0	319.9
	부채(Liabilities)	605.2	529.6	464.5
주식 관련 성과	주당순이익 <sup>3)</sup> (EPS, Earnings per share)	NOK 6.87	NOK 12.50	NOK 21.60
	주당배당금 (DPS, Dividend per share)	NOK 7.20	NOK 7.00	NOK 6.75
	총배당금 (Total dividends paid)	22.9	22.3	21.5

주: 1) 모든 수치는 가장 최근 발표된 자료를 기준으로 함. 예를 들어 2013년 재무상태 자료를 기입할 때, 2013년 당기와 2014년 전기 자료의 수치가 다른 경우에는 2014년 전기 자료를 기입함.

2) "Profit for the period, owners of parent" 모기업의 순이익을 의미함

3) EPS는 '당기순이익/발행한 총주식 수'로 산출하며, 1주당 얼마만큼의 이익을 창출하였는지를 나타내는 지표로서 외부투자자에게 유용한 정보를 제공함

자료: 1. Statoil, "2014 Annual Report on Form 20-F," 2015.

2. Statoil, "2013 Annual Report on Form 20-F," 2014.

95) Norwegian Ministry of Trade, Industry, and Fisheries, "Diverse and value-creating ownership," *Report to the Storting (white paper)*, Meld. St. 27 (2013-2014), p. 100.

## 나) 지배구조

노르웨이 정부의 지분은 67%이며, 소유권 행사 부처는 석유에너지부 (Ministry of Petroleum and Energy)이다. “노르웨이 정부의 Statoil 소유권 행사 목적은 지식 기반의 첨단기술 기업을 노르웨이에 주재하도록 하는 것이다. Statoil은 상업적 원칙에 따라 운영되며, 경영의 목표는 국가에 수익 (competitive return)을 제공하는 것이다.”<sup>96)</sup>

### 2) Telenor ASA<sup>97)</sup>

Telenor는 1994년에 설립된 국제적인 통신서비스 기업으로, 13개국에서 사업을 운영 중이다. 주요 사업 분야는 이동통신 및 데이터 서비스이며, 약 1억 6,000만 명의 이동통신 가입자를 보유하고 있다. 기업 형태는 공개유한 책임회사(public limited company) 형태를 취하고 있으며, 2000년에 오슬로 주식시장에 상장되었다.

---

96) Norwegian Ministry of Trade, Industry, and Fisheries, “Diverse and value-creating ownership,” *Report to the Storting (white paper)*, Meld. St. 27 (2013-2014), p. 100.

97) Norwegian Ministry of Trade, Industry, and Fisheries, “Diverse and value-creating ownership,” *Report to the Storting (white paper)*, Meld. St. 27 (2013-2014), pp. 100-101.

가) 재무성과

〈표 III-23〉 Telenor의 재무성과(2012~2014)

(단위: 백만크로네, %)

구분		2012	2013	2014
손익계산	매출액(Revenues)	512	505	591
	영업이익(Operating profit)	-1,064	-1,216	-1,414
	순이익 <sup>2)</sup>	11,405	21,312	31,863
재무상태	총자산(Assets)	124,656	125,961	143,975
	자본(Equity)	57,415	57,659	49,730
	부채(Liabilities)	67,241	68,302	94,245
주식 관련 성과	주당순이익 <sup>3)</sup> (EPS, Earnings per share)	NOK 6.03	NOK 5.74	NOK 5.63
	주당배당금 (DPS, Dividend per share)	NOK 7.00	NOK 6.00	NOK 5.00
	총배당금 (Total dividends paid)	10,567	9,239	7,925

- 주: 1) 모든 수치는 가장 최근 발표된 자료를 기준으로 함. 예를 들어 2013년 재무상태 자료를 기입할 때, 2013년 당기와 2014년 전기 자료의 수치가 다른 경우에는 2014년 전기 자료를 기입함  
 2) 'Profit for the period, owners of parent' 모기업의 순이익을 의미함  
 3) EPS는 '당기순이익/발행한 총주식 수'로 산출하며, 1주당 얼마 만큼의 이익을 창출하였는지를 나타내는 지표로서 외부투자자에게 유용한 정보를 제공함

자료: Telenor, "Annual Report 2013," 2014; Telenor, "Annual Report 2014," 2015.

나) 지배구조

노르웨이 정부의 지분은 53.97%이며, 소유권 행사 부처는 통상산업부(Ministry of Trade, Industry and Fisheries)이다. "노르웨이 정부의 Telenor 소유권 행사 목적은 지식 기반의 첨단기술 기업을 노르웨이에 주재하도록 하는 것이다. Telenor는 상업적 원칙에 따라 운영되며, 경영의 목표는 국가에 수익(competitive return)을 제공하는 것이다."<sup>98)</sup>

98) Norwegian Ministry of Trade, Industry, and Fisheries, "Diverse and value-creating ownership," *Report to the Storting (white paper)*, Meld. St. 27 (2013-2014), pp. 100-101.

### 3) Kongsberg Gruppen ASA<sup>99)</sup>

Kongsberg Gruppen은 1987년에 설립된 국제적인 첨단기술 시스템 및 솔루션 기업이다. 해양, 국방 등 다양한 분야에 걸쳐 활약하고 있으며, 사업 분야는 Kongsberg Maritime, Kongsberg Oil & Gas Technologies, Kongsberg Defence Systems 및 Kongsberg Protech Systems 4개 부문으로 나누어진다. 기업 형태는 공개유한책임회사(public limited company) 형태를 취하고 있으며, 1993년 오슬로 주식시장에 상장되었다.

#### 가) 재무성과

〈표 III-24〉 Kongsberg Gruppen의 재무성과(2012~2014)

(단위: 백만크로네 %)

구분		2012	2013	2014
손익계산	매출액(Revenues)	16,552	16,323	15,652
	EBITDA <sup>2)</sup>	2,060	2,142	2,294
	영업이익(Operating profit)	1,258	1,659	1,840
	순이익 <sup>3)</sup>	880	1,225	1,304
재무상태	총자산(Assets)	20,273	17,435	16,274
	자본(Equity)	6,282	6,657	6,274
	부채(Liabilities)	13,991	10,778	10,000
주식 관련 성과	주식자본(Share capital)	14,760	15,300	14,940
	주당순이익 <sup>4)</sup> (EPS, Earnings per share)	NOK 7.28	NOK 10.24	NOK 10.91
	주당배당금 (DPS, Dividend per share)	NOK 9.25	NOK 5.25	NOK 3.75
	총배당금 (Total dividends paid)	630	450	450

- 주: 1) 모든 수치는 가장 최근 발표된 자료를 기준으로 함. 예를 들어 2013년 재무상태 자료를 기입할 때, 2013년 당기와 2014년 전기 자료의 수치가 다른 경우에는 2014년 전기 자료를 기입함  
 2) Earnings before interest, tax, depreciation, amortization으로 영업이익에서 법인세, 이자, 세금, 감가상각비용 등을 제하기 전의 이익을 뜻함  
 3) 'Profit for the period, owners of parent' 모기업의 순이익을 의미함  
 4) EPS는 '당기순이익/발행한 총주식 수'로 산출하며, 1주당 얼마 만큼의 이익을 창출하였는지를 나타내는 지표로서 외부투자자에게 유용한 정보를 제공함

자료: Kongsberg Gruppen, "Annual Report 2013," 2014: Kongsberg Gruppen, "Annual Report 2014," 2015.

99) Norwegian Ministry of Trade, Industry, and Fisheries, "Diverse and value-creating ownership," *Report to the Storting (white paper)*, Meld. St. 27 (2013-2014), p. 98.

## 나) 지배구조

노르웨이 정부의 지분은 50.001%이며, 소유권 행사 부처는 통상산업부(Ministry of Trade, Industry and Fisheries)이다. “노르웨이 정부의 Kongsberg Gruppen 소유권 행사 목적은 지식 기반의 첨단기술 기업을 노르웨이에 주재하도록 하는 것이다. Kongsberg Gruppen은 상업적 원칙에 따라 운영되며, 경영의 목표는 국가에 수익(competitive return)을 제공하는 것이다.”<sup>100)</sup>

## 4. 뉴질랜드

### 가. 공기업 현황<sup>101)</sup>

#### 1) 공기업 관련 법 및 제도

뉴질랜드의 공공기관 소유권은 주무부처와 공기업부(Ministry for State owned enterprises)가 공동으로 가지고 있다. 소유권의 행사는 재무성 공기업관리실(Commercial Operations group)이 소유권 부처를 도와 행사하고 있다. 뉴질랜드의 공공기관은 기관 설립과 운영의 근거법에 따라 공기업(State-owned enterprises, SOEs), 국립연구소(Crown research institutes, CRIs), 국립금융기관(Crown financial institutions, CFIs), 공항(Council-controlled trading organisations), 기타 국영기업(Other Crown entity companies), 정부 재정법상 기관(Companies listed on the Schedule 4A of the Public Finance Act), 법령기관(Statutory Crown entities), 혼합소유모델기업(Mixed Ownership Model Companies)으로 크게 구분된다.<sup>102)</sup> 2015년 말 기준 50개 기관이 공기

100) Norwegian Ministry of Trade, Industry, and Fisheries, “Diverse and value-creating ownership,” *Report to the Storting (white paper)*, Meld. St. 27 (2013-2014), p. 98.

101) 이 부분에서 다루는 공기업(State-owned enterprises)은 「공기업법(State-owned Enterprises Act 1986)」에 의한 공기업과 혼합소유모델기업(Mixed ownership Model Company)으로 분류되어 있는 Air New Zealand, Mighty River Power, Meridian Energy, Genesis Energy 만을 한정함(뉴질랜드의 공기업 현황에 대해서는 뉴질랜드 재무성 공기업관리실 홈페이지의 내용을 참조함(<http://www.treasury.govt.nz/statesector/commercial/portfolio/bytype>(검색일자: 2015.12.20))

102) 뉴질랜드 재무성 공기업 관리실 홈페이지  
<http://www.treasury.govt.nz/statesector/commercial/portfolio/bytype>(검색일자:

업 관리실의 관리대상에 포함되어 있다. 공공기관은 운영목적의 상업성 여부에 따라 상업성 부문과 비상업성 부문으로 구분할 수 있는데 상업성 부문에 속하는 공공기관은 공기업(State owned enterprises)과 혼합소유모델기업(Mixed Ownership Model Companies)이 이에 해당한다. 공기업은 사회적 책임을 가지고 있으면서도 완전히 상업적 환경에서 활동하고 있는 기관을 말하며 1986년에 제정된 「공기업법 1993」의 적용을 받고 있다. 이러한 공기업은 뉴질랜드 정부가 공공부문 개혁을 통해 명칭을 ‘왕립기업(Crown Corporation)’에서 ‘공기업(State-owned Enterprises)’로 변경하였으며, 1987년 이후 민영화를 통해 그 숫자가 점차 감소하다가 현재에 이르게 되었다(박석희, 2012).<sup>103)</sup>

혼합소유모델기업은 2011년부터 시작되어 2013년 완료된 뉴질랜드의 혼합소유제모델(Mixed ownership model)에 의해 지분을 증권시장에 상장한 4개의 상장 공기업이 포함되며, 상장 공기업은 공기업법의 적용을 받지 않고 「회사법(Companies Act 1993)」에 따라 운영된다.<sup>104)</sup> 회사법 이외에 다른 상장기업과 동일하게 「증권법(Securities Act 1978)」, 「증권시장법(Securities Market Act 1988)」도 적용 받는다.<sup>105)</sup>

뉴질랜드의 공기업은 소유권 관리기구인 ‘공기업 관리실(Commercial Operations group)’이 공기업 이사의 임명 준비 및 임명 계획수립, 후보자 검색, 후보자 평가, 후보자 확정, 내각 인준, 임명, 공고, 공공기관 이사회 추천 및 전문성 개발까지 임명과정 전반을 관리하는 구조를 가지고 있다(박석희, 2012).<sup>106)</sup> 따라서 공기업 이사는 공기업 관리실(Commercial Operations group)에 의해 추천되고, 소유부처 장관이나 주무부처 장관에 의해 임명된다. 이러한 과정을 통해 임명된 이사의 임기는 최대 3년이며, 특별한 경우에 재임용되거나 기간이 연장될 수 있다(한국조세재정연구원, 2013).<sup>107)</sup> 반면 혼합소유제기업에 속하는 4개의 상장 공기업은 회사법에 따라 이사의 선임

2015.12.20)

103) 박석희(2012), p. 38.

104) 뉴질랜드 공기업관리실 담당자 인터뷰(2015.9)

105) OECD(2014d), p. 16.

106) 박석희(2012), p. 54.

107) 한국조세재정연구원(2013), p. 132.

을 진행하는데 이사회 내 이사추천위원회에서 이사 후보의 탐색과 추천을 진행하며 주주총회에서 이사의 선임이 의결된다. 정부는 주주로서 이사후보에 대해 의결에 참여한다.<sup>108)</sup>

〈표 III-25〉 뉴질랜드 공공기관 현황

근거법에 따른 구분	공공기관
공기업 (State-owned enterprises, SOEs)	Airways Corporation of New Zealand Ltd
	Animal Control Products Ltd
	AsureQuality Ltd
	Electricity Corporation of New Zealand Ltd.
	Kiwirail Holdings Ltd
	Kordia Group Ltd
	Landcare Research New Zealand Ltd
	Landcorp Farming Ltd
	Meteorological Service of New Zealand Ltd
	New Zealand Post Group
	New Zealand Railways Corporation
	Quotable Value Ltd
Solid Energy New Zealand Ltd	
Transpower New Zealand Ltd	
국립연구소 (Crown research institutes, CRIs)	AgResearch Ltd
	Institute of Environmental Science & Research Ltd
	Institute of Geological & Nuclear Sciences Ltd
	Landcare Research New Zealand Ltd
	National Institute of Water & Atmospheric Research Ltd
	New Zealand Forest Research Institute Ltd
국립금융기관 (Crown financial institutions, CFIs)	The New Zealand Institute for Plant & Food Research Ltd
	Accident Compensation Corporation
	Earthquake Commission
	Government Superannuation Fund Authority
공항 (Council-controlled trading organisations)	Guardians of New Zealand Superannuation
	National Provident Fund
	Christchurch International Airport Ltd
기타 국영기업 (Other Crown entity companies)	Dunedin International Airport Ltd
	Hawke's Bay Airport Ltd
	Crown Irrigation Investments Ltd
	New Zealand Venture Investment Fund Ltd
Radio New Zealand Ltd	
Television New Zealand Ltd	

108) 뉴질랜드 공기업관리실 담당자 인터뷰(2015.9)

〈표 III-25〉 계속

근거법에 따른 구분	공공기관
정부재정법상 기관 (Companies listed on the Schedule 4A of the Public Finance Act)	Crown Asset Management Ltd
	Crown Fibre Holdings Ltd
	Research and Education Advanced Network New Zealand Ltd
	Southern Response Earthquake Services Ltd
	Tamaki Redevelopment Company Ltd
	The Network for Learning Ltd
법령기관 (Statutory Crown entities)	Accident Compensation Corporation
	Earthquake Commission
	Government Superannuation Fund Authority
	Guardians of New Zealand Superannuation
	HousingNewZealandCorp
	New Zealand Lotteries Commission
혼합소유모델기업 (Mixed Ownership Model Companies)	Public Trust
	Air New Zealand Ltd
	Genesis Energy Ltd (Genesis)
	Meridian Energy Ltd
	Mighty River Power Ltd

출처: 뉴질랜드 재무성 공기업 관리실 홈페이지.

<http://www.treasury.govt.nz/statesector/commercial/portfolio/bytype>(검색일자: 2015.12.20)

## 2) 공기업 현황

뉴질랜드의 공공기관 중에서 상업성 목적으로 운영되는 공기업은 공기업(State owned enterprises)과 혼합소유모델기업(Mixed Ownership Model Companies) 유형에 해당하는 기업이 포함된다. 공기업은 1986년에 제정된 「공기업법 (1986)」과 「회사법(Companies Act 1993)」의 적용을 받고 있다. 혼합소유모델기업은 공기업에 속해 있던 기업이 증권시장에 정부지분을 매각하여 상장한 이후에 정부가 새로운 유형으로 지정한 기업이다. 혼합소유모델기업에 속하는 상장 공기업은 공기업법의 적용에서 제외되고 「회사법(Companies Act 1993)」에 따라 운영되도록 하고 있다. 2015년 12월 기준 공기업에는 14개 기업이 포함되며 혼합소유모델기업에는 4개 상장 공기업이 포함되어 있다.

〈표 III-26〉 뉴질랜드 공기업 현황

구분	공기업명	유형	소유권 부서	적용법률
공기업 (State-owned Enterprises)	Airways Corporation of New Zealand Ltd (Airways)	교통	재무부 장관 (Minister of finance), 공기업부 장관 (Minister for State owned enterprises)	공기업법 (State-owned Enterprises Act 1986), 회사법 (Companies Act 1993)
	AsureQuality Ltd (AsureQuality)	환경·시설		
	Electricity Corporation of New Zealand Ltd (ECNZ)	에너지		
	Kordia Group Ltd (Kordia)	방송통신		
	Landcorp Farming Ltd (Landcorp)	환경·시설		
	Meteorological Service of New Zealand Ltd (MetService)	환경·시설		
	New Zealand Post Group (NZ Post)	방송통신		
	New Zealand Railways Corporation (KiwiRail)	교통		개별법, 공기업법 (State-owned Enterprises Act 1986) (회사법 미적용)
	Kiwirail Holdings Ltd	교통		
	Quotable Value Ltd (Quotable Value)	환경·시설		
	Solid Energy New Zealand Ltd (Solid Energy)	에너지		
Transpower New Zealand Ltd (Transpower)	에너지	공기업법 (State-owned Enterprises Act 1986), 회사법 (Companies Act 1993)		
Animal Control Products Ltd (ACP)	환경·시설		재무부 장관, 기초산업부 장관(Minister for primary industries)	
Learning Media Ltd (LML)	방송통신		교육부 장관 (Minister of education)	
혼합소유모델 기업 (Mixed Ownership Model Companies)	Air New Zealand	항공	정부 (the Crown)가 대주주	회사법 (Companies Act 1993), 증권법 (Securities Act 1978), 증권시장법 (Securities Market Act 1988)
	Mighty River Power	에너지		
	Meridian Energy	에너지		
	Genesis Energy	에너지		

자료: 뉴질랜드 재무성 공기업 관리실(Commercial Operations group) 홈페이지(<http://www.treasury.govt.nz/commercial/>) (검색일자: 2015.08.27); OECD(2014b), p. 16.

### 3) 공기업 관리현황

공기업의 소유권은 주무부처 장관과 공기업부에 있으며 재무성(Treasury) 내에 있는 공기업 관리실(Commercial Operations group)에서 소유권부처인 주무부처를 도와 정부의 상업성 공기업의 포트폴리오를 관리한다. 포트폴리오에 속한 기업의 성과를 모니터링하고, 이사회 이사의 선임을 지원하며, 정부에 정책제언을 하는 것이 공기업 관리실의 주요 역할이다.

특히 공기업 이사선임에 있어서는 적극적인 역할을 하고 있으며 공기업 임원에 대한 임명, 추천, 경력개발 등을 담당하고 있다. 공기업의 성과모니터링은 성과계획서(Letter of Expectation) 및 성과평가보고서(Performance Report)를 통해 상장회사를 제외한 공기업들에 대한 경영 감독을 수행하고 있다(박석희, 2012). 이 외에도 공기업 주무장관에게 공기업 성과와 지배구조에 대한 조언을 제공하는 역할을 수행하는 등 다양한 내용의 소유권 기능들을 행사하고 있다.

### 4) 공기업 정보공개

뉴질랜드 공기업에 대한 정보는 재무성의 공기업 관리실 홈페이지(<http://www.treasury.govt.nz/statesector/commercial>)에 공개되어 있다. 뉴질랜드 공기업 관리실은 관리대상 공공기관에 대한 종합 연차보고서를 매년 발간하였으나 2014년부터는 종합 연차보고서를 발간하지 않고 홈페이지에 해당 공기업의 연차보고서(annual report), 분기보고서(half year report), 성과계획서(Letter of Expectation) 등의 주요 문서를 공개하고 있다. 주요 공공기관의 재무성과는 종합하여 발표하고 있다<sup>109)</sup>. 공기업 관리실(Commercial Operations group)에서 감독하고 있는 공공기관에 대한 종합 연차보고서에는 한 기업 당 한 페이지 분량을 할애하고 있는데 이 안에는 공공기관의 유형, 이사회 구성원과 기관장, 주요 활동 및 성과, 재무성과 등 중요한 내용

---

109) <http://www.treasury.govt.nz/government/financialstatements/yearend/jun14/94.htm>, 검색일자: 2015.12.20.

을 요약하여 담고 있다.

## 나. 공기업 민영화와 상장

### 1) 상장의 배경과 목적

2000년 이전에 이루어진 뉴질랜드 공기업의 상장은 1980년대 민영화 정책의 일부로, 뉴질랜드는 공기업을 상장하여 주식을 매각하기 이전에 공기업 법인화를 추진하기도 하였으며 민영화한 기업도 있었다(OECD, 2014c). 공기업의 법인화와 민영화는 필연적으로 그에 걸맞은 효율성을 요구하였는데, 이러한 효율성은 자본시장과 개인 투자자의 압력을 통해 이루어질 수 있다고 보았다(OECD, 2014c).<sup>110)</sup>

뉴질랜드 공기업 관리실(Commercial Operations group)은 “2013년 연차 보고서”에서 상장기업에 대한 정부(the Crown) 소유 지분의 변화를 통해서 최적의 상업적 성과를 도출할 것을 보장하고, 대주주로서 상업적 측면에 집중한다는 것을 다른 투자자들에게 명백하게 보여주는 것을 공기업 상장에 대한 궁극적인 목적이라고 명시하고 있다. 구체적으로 시장에서 결정된 주가라는 것은 기업의 성과와 가치를 객관적이고도 투명하게 측정하는 방법이 기 때문에 상장을 통해서 기업에 대한 즉각적인 피드백을 받을 수 있다는 점을 상장 공기업의 장점이라고 밝혔다<sup>111)</sup>.

### 2) 상장 진행과정과 쟁점- 혼합소유제(Mixed Ownership Model)<sup>112)</sup>

뉴질랜드의 혼합소유제(Mixed Ownership Model)는 민영화를 최종목적으로 하여 진행되는 공기업의 상장과 달리, 정부의 과반수 지분을 최종목적(Planned majority shareholding by government)으로 하여 혼합소유제를 실

110) OECD(2014c), pp. 41~45.

111) 뉴질랜드 공기업 관리실(Commercial Operations group) “2013 연차보고서,” pp. 28~34.

112) 뉴질랜드 혼합소유제 진행과정은 뉴질랜드 공기업관리실 담당자와의 인터뷰(2015.9)의 내용을 요약하여 정리함

시했다는 특징이 있다. 공기업의 혼합소유제는 2011년 뉴질랜드의 집권당인 the National이 선거에서 캠페인으로 제시하였으며, 선거에서 이기면서 정책으로 실현되었다. The National은 기업 친화적인 우파이며 상장을 통해 공기업이 효율적으로 운영될 것이라는 기대를 가지고 혼합소유제를 진행하였으며 대상기관은 Might River Power, Meridian Energy, Genesis Energy의 3개 에너지 공기업을 선정하였다.

혼합소유제의 기본 원칙은 다음과 같다. ① 공개주식상장을 하되, 해당 공기업에 대해 정부가 최소 51%의 지분을 유지해야 하며, ② 지분매매에 대한 우선순위는 뉴질랜드 투자자에게 있어야 하고, ③ 해당 공기업은 투자자들에게 좋은 기회를 제시해야 하며, ④ 상장기업인 만큼 자본을 납세자 대신 투자자를 통해 모집함으로써 정부의 재정보조를 줄여야 하며, ⑤ 뉴질랜드 소비자를 보호하는 특정산업의 규제(industry-specific regulations)도 충족해야 하는 것이 혼합소유제 추진의 기본 방향으로 설정되었다.<sup>113)</sup>

뉴질랜드는 2012년 정부재정법에 혼합소유제 내용을 포함시켰으며 혼합소유제 실시에 있어서 정부는 해당 기업의 51% 이상 지분을 소유해야 하며 다른 주주는 10% 이상 소유할 수 없음을 명문화하였다. 즉, 「공공재정법 수정 조항 2012(Public Finance Amendment Act 2012)」에 ① 정부는 발행된 주식의 최소 51%를 소유함과 동시에 의결권을 가진 지분 또한 최소 51%를 소유하고 있어야 하는데, 이를 위해 해당 공기업(the Government Share Offer companies)은 정부 소유 지분이 51% 이하로 감소할 수 있는 어떠한 조치를 취할 수 없다고 명시하고 있으며, ② 정부(the Crown) 이외의 주주들은 일반 주식이나 의결권 있는 주식을 모두 막론하고 10% 미만으로만 소유할 수 있음을 명시한 것이다.<sup>114)</sup>

51% 이상의 지분 소유를 법에 명시한 것은 정부의 지분매각이 이루어지더라도 민영화가 아닌 정부의 영향력이 유효하다는 것을 보증함으로써 정치적 수용도를 높이기 위한 것이다. 혼합소유제(MOM) 대상 기업은 공기업법

113) 뉴질랜드 공기업 관리실(Commercial Operations group), “2013 연차보고서,” p. 28.

114) 뉴질랜드 공기업 관리실(Commercial Operations group), “2013 연차보고서,” p. 28.

(SOEs Act 1986)의 대상에서 해제되어 공기업법이 적용되지 않고 회사법(Companies Act) 만 적용되도록 함으로써 상장 공기업에 대한 규제를 축소하였다. 혼합소유제는 단계별로 추진될 예정이었으나 첫 번째 상장대상이었던 Might River Power의 상장에 대하여 정부자산매각에 반대하는 마오리족의 소송으로 2년 정도 지연되었으나, 이후 상장을 빠른 속도로 추진하여 2013년에 지분매각을 완료할 수 있었다. Meridian Energy의 경우 전체 발전량의 40%를 소비하는 티와이 포인트 알루미늄 제련소와의 공급계약이 커다란 장애로 나타났는데, 지속적인 전원공급에 대한 재계약을 함으로써 상장이 가능해졌다. 이와 같이 상장을 추진하는 과정에서 상장에 대해 기업 내부에서 많은 학습과 준비가 이루어졌으며 상장을 성공적으로 진행하기 위하여 주식 매입에 대한 Incentive System이 도입되었다. Mighty River Power는 주식을 사서 일정기간을 보유하면 1개의 주식을 추가로 받는 방법을 적용하였고 Meridian Energy는 1.5달러의 주식 구매시 1달러를 지급하고 18개월 보유 시 나머지를 지원받는 인센티브를 도입하였다.

이러한 과정은 보통 정부(the State)로 대표되는 공기업부 장관(Minister for State Owned Enterprises) 및 재무부 장관(Minister of Finance)과 해당 공기업이 함께 관리한다. 주식 상장과정에 발생할 수 있는 여러 가지 문제들에 대한 실질적인 결정과 관리는 재무부의 고위 운영위원회(high-level Treasury Steering Committee)와 해당 공기업 이사회에서 담당한다. 또한 혼합소유구조(MOM) 프로그램을 운영함에 있어서 성과에 대한 주된 책임은 상업적 거래팀(Commercial Transaction Team within the Treasury)에서 담당한다<sup>115)</sup>.

### 3) 상장 이후의 변화와 효과<sup>116)</sup>

혼합소유제 모델에 따라 상장된 공기업에서 발생한 가장 큰 효과는 상장

115) OECD(2014c), p. 42.

116) 뉴질랜드 공기업 관리실(Commercial Operations group), “연차보고서 2013,” pp. 28~30의 내용과 뉴질랜드 공기업관리실 담당자와의 인터뷰(2015.9)의 내용을 요약하여 정리함

공기업이 상장 이후에 「공기업법」의 적용에서 제외되어 「회사법」대로 운영된다는 점에서 찾을 수 있다. 이에 따라 가장 우선적으로 발생하는 것은 이사 선임과정의 변화이다. 「공기업법」에서는 정부가 임원 후보자를 물색하고 직접 임명하였으나 「회사법」을 따르는 상장 공기업에서는 이사회가 이사 후보자를 탐색하여 임명할 수 있게 되었다. 이사회에서 임명한 이사는 주주총회 직전에 사임하고 주주총회에서 투표에 의해 확정되는 절차를 가짐으로써 공백없이 업무를 진행할 수 있다. 혼합소유제의 제한에 따라 정부는 51% 이상의 지분을 보유하고 있고, 따라서 주주총회에서 51%의 의결권은 정부가 가지고 있으므로 주총에서 정부의 반대를 방지하기 위하여 이사회가 선정한 후보에 대해 정부의 의견을 구하는 과정을 사전에 거치게 된다. 정부는 이사를 추천하거나 선정할 수 없지만 선정된 후보에 대해서는 부정적인 의견을 표시할 수 있으며 이는 이전 공기업법에서의 절대적인 이사선임권한과는 달리 최대주주로서의 역할로 한정되었다고 볼 수 있다. 그러나 이사선임에 있어 단 하나의 예외를 적용하고 있는데, 기관장에 대해서는 임명 시 정부가 승인을 해야 하는 절차를 정부재정법에 명시하고 있다. 이와 같이 이사선임에 있어 기관의 자율권이 커짐에 따라 정부가 일괄적으로 이사를 임명할 때보다 기관 특성에 맞고 필요한 스킬셋을 갖춘 quality있는 이사를 임명할 수 있게 되었다.

혼합소유제하의 상장 공기업의 또 다른 변화는 「공기업법」에 따라 실시해야 하는 공기업 의무적용이 제외된다는 것이다. 여기에는 정부의 공기업 성과관리, 정보공시 의무 등이 포함된다. 정부는 「공기업법」의 공기업에 대해서는 성과목표(Performance Target)를 공표하고 이의 이행을 정부가 모니터링하도록 하고 있으나 상장 공기업은 이러한 의무를 이행할 필요 없이 시장에서의 성과로 해당 기업의 성과를 대체할 수 있게 되었다. 「정보공개법」 의무에서도 제외되어 공기업 정보공개를 상장기관 공시로 대체할 수 있게 되었다. 또한 공기업으로서 요구되는 공적의무를 수행하지 않아도 되며, 대신 상장기업으로서 필요한 사회적 책임을 자율적으로 이행할 수 있게 되었다는 것도 상장 이후의 변화에 해당한다.

#### 4) 상장으로 인한 성과의 변화

성과 측면에서 상장 이후 가장 큰 변화는 상장 공기업에 대해 시장원리가 작용하게 되었다는 것이다. 상장 공기업의 재무성과에 대해 시장의 검증과 압력이 높아지고 즉각적인 반응을 보이게 되었다. 상장기업 공시 의무는 이전의 공기업 정보공개 의무보다 더 많은 정보를 더 자주 공시하도록 하고 있다. 공시하는 정보에 대해서는 정부 외 대부분의 지분을 소유한 기관 투자자가 즉각적으로 반응을 보이고 있어 시장에서의 압력으로 작용하고 있다. 기관 내부적으로는 주식시장에서의 성과를 성과급으로 지급하고 있다. 상장 이후에 도입한 장기 성과급(Long-term incentive)은 3년간의 주식시장의 성과(주식가격과 배당)를 피어그룹과 비교하여 평균 이상일 경우 성과급을 지급, 3년간의 성과를 롤링하여 1년에 1회 지급함으로써 재무성과 제고에 대한 직원의 동기부여가 시스템적으로 마련되었다.<sup>117)</sup>

이와 같이 공기업은 상장으로 인해 정부의 수많은 감독과 규제에서 상대적으로 자유로워질 수 있으며, 새로운 투자에 대한 접근 범위가 넓어지며 이를 통해 기업이 성장할 수 있는 기회가 많아지게 된다. 그러나 정부재정법에 따라 정부 지분 51%를 유지해야 하기 때문에 자본(equity)을 키울 수 없다는 한계가 존재한다.<sup>118)</sup>

뉴질랜드 공기업 관리실(Commercial Operations group)의 2013년 연차보고서에 따르면, 2012년 7월과 2013년 6월 사이에 Air New Zealand의 주가는 시장 평균 주가라고 볼 수 있는 NZX50G(NZX50 Gross Index)보다 높았다. 2013년 3월에 상장한 Mighty River Power의 경우에는, 2013년 회계기간 동안 상장되었기 때문에 주가를 통한 상장효과를 보기에는 기간이 짧아 한계가 있으나, Mighty River Power의 주가는 NZX50G보다는 낮았다.<sup>119)</sup>

혼합소유구조(MOM)로 에너지 기업을 편입하면서 정부(the Crown)의 상장기업 포트폴리오에도 변화가 생겼다. 정부(the Crown)는 2012년 6월 30일

117) 뉴질랜드 공기업 관리실 담당자 인터뷰(2015.9)

118) 뉴질랜드 공기업 관리실 담당자 인터뷰(2015.9)

119) 뉴질랜드 공기업 관리실(Commercial Operations Group), "연차보고서 2013," 2013, pp.28-33.

기준으로 Air New Zealand의 주식(시장가치 6억 9,200만달러)만을 소유하고 있었으나, 1년 뒤인 2013년 6월 30일에는 Air New Zealand 외에 Mighty River Power 주식을 보유함으로써 포트폴리오를 변화시켰다. 2013년 6월 기준으로, 정부(the Crown)가 보유하고 있는 주식의 총시장가치는 28억 300백만달러이다. 그 중 43%는 Air New Zealand의 주식(11억 9,400만달러)이며, 나머지 57%는 Mighty River Power의 주식(16억 900만달러)이다.<sup>120)</sup>

2013년 10월 Meridian이 상장함에 따라, 2013년 11월 30일 기준으로 정부(the Crown)는 총 44억 3,300만 달러의 주식을 보유하고 있다. 그 중 22%는 Air New Zealand(9억 6,200만달러)이고, 35%는 Mighty River Power(15억 2200만달러)이며, 나머지 44%는 Meridian(19억 4,900만달러)이다.<sup>121)</sup>

뉴질랜드 정부의 ‘Government Share Offer’ 프로그램에 따라 Air New Zealand와 에너지 공기업을 상장함으로써 NZX50의 총규모가 10억달러 가량 증가하여 NZX(뉴질랜드 증권거래소)에 미치는 영향이 상당히 컸다. 또한, NZX50에서 전력회사들이 차지하는 비중이 커지게 되었다.<sup>122)</sup>

대형 전력 공기업들이 상장함으로써 전력시장에 미치는 영향 또한 학계에서 연구되었는데, 최대의 관심사는 공공과 민간 운영자들 사이의 경쟁도 변화였다. 최근의 연구 결과에 따르면, 전력 시장에서 공공과 민간 기업들 간의 경쟁이 높은 것으로 나타났다.<sup>123)</sup>

---

120) 뉴질랜드 공기업 관리실(Commercial Operations Group), “연차보고서 2013,” 2013, pp.28-33.

121) 뉴질랜드 공기업 관리실(Commercial Operations Group), “연차보고서 2013,” 2013, pp.28-33.

122) 뉴질랜드 공기업 관리실(Commercial Operations Group), “연차보고서 2013,” 2013, pp.28-33.

123) OECD(2014c), p. 42.

〈표 III-27〉 뉴질랜드 정부(the Crown)의 포트폴리오 변화

(단위: 백만달러, %)

구분	2012.06.30 기준	2013.06.30 기준	2013.11.30 기준
정부가 주식을 소유한 기업	Air New Zealand (100%, 692 백만달러)	Air New Zealand (43%, 1,194백만달러)	Air New Zealand (22%, 962백만달러)
		Mighty River Power (57%, 1,609백만달러)	Mighty River Power (35%, 1,522백만달러)
			Meridian Energy (44%, 1,949백만달러)
총시장가치	692백만달러	2,803백만달러	4,433백만달러

주: 2013년 보고서 이후로 뉴질랜드 공기업 관리실 연차보고서는 작성하지 않으므로, Genesis Energy 상장 이후의 포트폴리오 변화는 알 수 없음

자료: 뉴질랜드 공기업 관리실(Commercial Operations group), “연차보고서 2013,” p. 29.

## 다. 상장 공기업 현황

### 1) 관련 법 및 제도

뉴질랜드 공기업과 상장기업의 지배구조는 증권위원회(Securities Commission)의 ‘뉴질랜드 기업지배구조에 관한 원칙과 지침(Corporate Governance in New Zealand Principles and Guidelines, 2004)’을 적용받는다. 뉴질랜드 공기업과 상장 공기업들을 포함한 민간의 상장기업들은 유사한 이사회 구조를 갖고 있다. 뉴질랜드 이사회는 감독 이사회와 경영 이사회가 분리되지 않은 일원적 이사회 형태를 지니고 있다(OECD, 2014d)<sup>124)</sup>. 일원적 이사회란 이사회가 경영기관(administrative organ)으로서의 업무를 집행하고 그에 대한 감독도 스스로 담당하는 것을 말하며, 이원적 이사회란 업무집행기관(management organ)과 감독기관(supervisory organ)이 분리된 것을 의미한다(안상아, 2014).<sup>125)</sup>

뉴질랜드 이사회는 2~9명 사이에서 기관별 특성에 따라 구성할 수 있으

124) OECD(2014d), p. 35 참조

125) 안상아(2014), p. 17.

나<sup>126)</sup>, 이사회를 구성함에 있어서 성별·인종별·지역별 목표치 등에 대한 의무 조항 내지 노동자 대표·민간 대표·정부 대표 등에 대한 법적 규정이 존재하지 않는다(OECD, 2012).

〈표 III-28〉 뉴질랜드 상장 공기업 상세 현황(2015년 기준)

(단위: 백만달러, 명, %)

정부지분 구분	정부 지분	회사명	산업	상장 연도	시장 가치	고용 소유형태
과반수	51.95%	Air New Zealand Limited	항공	2002	2,163	10,546
	51.76%	Mighty River Power Limited	에너지	2013	3,207	821 (2010년)
	51.02%	Meridian Energy Ltd	에너지	2013	2,218	827
	51.02%	Genesis Energy Ltd	에너지	2013	4,031	1,200

주: 1) 공기업법에 의한 공기업이 아닌 상장회사(Publicly listed company)로 별도 분리되어 있음  
 자료: 뉴질랜드 공기업 관리실(Commercial Operations group) 홈페이지( <http://www.treasury.govt.nz/commercial/> )  
 (검색일자: 2015.08.27.); OECD(2014b), pp. 18~21, Thomson Reuters, Eikon DB(검색일자: 2015.11.11)

## 2) 상장 공기업 관리

상장 공기업은 뉴질랜드 거래소 규칙(New Zealand Stock Exchange Listing Rules)에 따라서 주식거래에 대한 제한을 받고<sup>127)</sup> 기업의 재무성과 등에 대한 자료를 공개해야 한다. 또한, 공기업 관리실(Commercial Operations group)이 발간하는 연차보고서에는 ‘상장 기업(Listed Companies)’이라는 별도의 장을 활용해 상장기업들 전체에 대한 이슈와 개별 기업들의 지분 변화, 주가 변동, 주요 재무성과 등을 공개하고 있다. 상장기업의 정보공개가 비상장기업과 다른 부분은 지분 변화와 주가 변동 등에 대한 정보가 존재한다는 점이다.<sup>128)</sup>

126) OECD(2012), p. 46 참조. 그러나 2013년 연차보고서를 살펴보면, ‘Animal Control Product Ltd(공기업)’의 경우, 한 명의 이사만 존재함

127) OECD(2014c), p. 44.

128) 뉴질랜드 공기업 관리실(Commercial Operations group), “2013 연차보고서,” pp. 28~34.

### 3) 상장 공기업 재무성과

뉴질랜드 상장 공기업의 최근 3년간(2012~2014년) 재무성과의 평균을 전체 상장기업 평균과 비교해 보면 배당성향은 전체 상장기업 평균보다 비교적 높은 편이었으며 수익성은 매출액수익률(ROS), 총자산수익률(ROA), 자기 자본수익률(ROE) 기준으로 전체 상장기업 평균보다 낮게 나타났다. 부채비율도 전체 상장기업 평균보다 2배 이상 크게 나타나고 있다.

〈표 III-29〉 뉴질랜드 상장 공기업 재무성과 요약(2012~2014년 평균)

(단위: %)

정부 지분 구분	정부 직접 지분	회사명	주가 상승률	배당 성향	매출액 수익률 (ROS)	총자산 수익률 (ROA)	자기 자본 수익률 (ROE)	부채 비율	매출액 증가율
과반수	51.95%	Air New Zealand Limited	13.24	47.12	2.51	4.31	9.71	219.58	4.82
	51.76%	Mighty River Power Limited		119.07	7.85	3.10	4.20	87.45	15.37
	51.02%	Meridian Energy Ltd		111.81	10.13	3.25	4.22	72.04	11.60
	51.02%	Genesis Energy Ltd	39.60	177.40	2.56	5.34	9.65	136.67	26.79
상장 공기업 평균			26.40	113.90	5.80	4.00	6.90	128.90	14.60
전체 상장기업 평균				58.50	8.40	4.40	23.70	61.50	

자료: Thomson Reuters, Eikon DB(2015.11.11)의 재무자료를 이용하여 계산

## 라. 상장 공기업 사례 분석

### 1) Meridian Energy Limited

#### 가) 상장 공기업 소개

Meridian Energy는 뉴질랜드의 대형 전력발전회사로서 1998년 설립되었으며, 수력·풍력·태양력 발전을 통해 2013년 기준으로 뉴질랜드 전력의 약

30%를 공급하고 있다. 또한, Meridian은 발전뿐만 아니라 소비자에게 직접 전력을 공급하기도 하는데 2013년 기준으로 시장 점유율 13.8%를 기록하고 있다(2013년 연차보고서).<sup>129)</sup>

Meridian은 2013년 10월 29일에 뉴질랜드 증권거래소(NZX)와 호주 증권거래소(ASX)에 상장하였다. 2015년 6월 30일 기준으로, 대주주는 정부이며, 재무부 장관과 공기업부 장관을 통해 51.02%의 가장 많은 지분을 소유하고 있으며, 그 다음으로는 National Nominees New Zealand Limited가 7.19%의 지분을 소유하고 있다. 이를 제외하고는 3% 미만의 소액 지분을 소유하고 있는 경우가 대부분이다.<sup>130)</sup>

#### 나) 재무성과

Meridian Energy는 2014년 매출액이 2012년 및 2013년과 거의 비슷한 수준을 유지하고 있으나, 2012년에 비해서는 순이익이 크게 3배 정도로 크게 증가하였다. 총자산은 2012년에 비하여 약 10억 달러가 감소하였는데, 이는 거의 대부분 부채 감소에 의한 총자산의 감소이므로 재무상태는 상대적으로 건전해졌다고 판단할 수 있다. 주당 배당금은 과거 연도에 비하여 증가하였고, 총배당금 또한 2014년 2억 6,100만 달러로 순이익이 2014년보다 더 많았던 2013년 총배당금 보다 약 2.6배 증가한 수치를 보였다.<sup>131)</sup>

---

129) Meridian Energy Limited 홈페이지 참조 <https://www.meridianenergy.co.nz/>(검색일자: 2015.08.28).

Meridian Energy Limited Annual Report, 2013, pp. 2~5.

130) Meridian Energy Limited 홈페이지 참조 <http://www.meridianenergy.co.nz/>(검색일자: 2015.08.28.)

131) Meridian Energy Limited Financial Statements 2013, 2014.

〈표 III-30〉 Meridian Energy Limited의 재무성과(2012~2014)

(단위: 백만달러)

구분		2012	2013	2014
손익계산	매출액(Revenue)	2,570	2,711	2,509
	EBITDA <sup>3)</sup>	477	585	585
	영업이익(Operating profit)	309	498	363
	순이익 <sup>4)</sup>	75	295	230
재무상태	총자산(Assets)	8,693	7,737	7,590
	자본(Equity)	4,826	4,688	4,634
	부채(Liabilities)	3,867	3,049	2,956
주식 관련 성과	시장 가치(Market value)	NA	NA	1,591
	주당순이익 <sup>5)</sup> (EPS, Earnings per share), \$	0.05	0.12	0.09
	주당배당금 (cents per share)	8.80	6.24	10.2
	총 배당금 (Total dividends paid)	141	100	261

주: 1) 연도별 수치는 6월 30일을 기준으로 작성된 것임

2) 모든 수치는 가장 최근 발표된 자료를 기준으로 함. 예를 들어 2013년 주당순이익을 기입할 때, 2013년 당기와 2014년 전기 자료의 수치가 다른 경우에는 2014년 전기 자료를 기입함

3) 'Earnings before interest, tax, depreciation, amortization and fair-value adjustments'으로 영업이익에서 법인세, 이자, 세금, 감가상각비용 등을 제하기 전의 이익을 뜻함

4) 'Net profit after tax'으로 그룹 전체의 순이익을 의미함

5) EPS는 '당기순이익/발행한 총 주식수'로 산출하며, 1주당 얼마 만큼의 이익을 창출하였는지를 나타내는 지표로서 외부투자자에게 유용한 정보를 제공함

자료: Meridian Energy Limited, Financial Statements 2013, 2014.

#### 다) 지배구조<sup>132)</sup>

Meridian의 이사회는 기업 활동과 책임성에 있어서 최고의 수준을 보장하기 위해서 설계된 효율적인 지배구조를 통해서 주주가치를 극대화할 책임을 지고 있다. 따라서 이사회는 금융감독위원회(Financial Markets Authority)와 NZX(뉴질랜드 증권거래소), ASX(호주 증권거래소)가 발행한 가이드라인을 통합하여 기업 운영에 관한 방침과 절차를 규정하고 있다.

주요 정책으로는 정보공개에 관한 방침(Market Disclosure Policy), 증권거래에 관한 방침(Trading in Securities Policy), 회계 독립에 관한 방침(Audit

132) Meridian Energy Limited Annual Report, 2013의 내용을 요약하여 정리

Independent Policy), 주주의 의사소통에 관한 방침(Shareholder Communications Policy) 등이 있다.

지배구조에 있어서 핵심적인 역할을 수행하는 이사회는 회계·위험관리 위원회(Audit and Risk Committee), 보수인적자원관리 위원회(Remuneration and Human Resources Committee), 지배구조·임명 위원회(Governance and Nominations Committee), 안전·지속가능 위원회(Safety and Sustainability Committee)로 구성되어 있다.

장기적 관점에서 회사의 가치를 극대화하여 주주의 이익을 촉진하고 대변해야 하는 이사회는 전략적인 지침(Guidance)을 제공하고, 적절한 규제 방침(Policies)과 절차를 수용하고 있다. 또한, 경영진과 직원들이 각자의 업무에 대해서 책임감을 가지고 효율적으로 수행할 수 있도록 지원하고 있다.

## 2) Mighty River Power Limited<sup>133)</sup>

### 가) 상장 공기업 소개

Mighty River Power는 뉴질랜드의 대형 전력회사 중 하나로 1999년 설립되었으며, 9개의 수력 발전소와 5개의 지열 발전소 등을 통해 뉴질랜드 전력의 약 17%를 공급하고 있으며, Mighty River Power가 생산하는 90% 이상의 전기는 모두 재생가능한 자원으로부터 나온다. 또한, Mighty River Power는 Mercury Energy, GLO-BUG 등의 소매 브랜드를 통해 전기를 판매하고 있다.

Mighty River Power은 2013년 3월 5일, 뉴질랜드 증권거래소(NZX)와 호주 증권거래소(ASX)에 상장하였다. 2015년 6월 30일 현재, 대주주는 정부이며, 재무부 장관과 공기업부 장관을 통해 51.15%의 가장 많은 지분을 소유하고 있으며, 그 다음으로는 New Zealand Central Securities Depository Limited가 19.41<sup>134)</sup>의 지분을, Mighty River Power가 스스로 1.63%의 지분

---

133) Mighty River Power 홈페이지 참조 <http://www.mightyriver.co.nz/>(검색일자: 2015.09.17)

134) 뉴질랜드 공기업 관리실(Commercial Operations group) 2013년 연차보고서에 소개된 「공공재정법 수정 조항 2012(Public Finance Amendment Act 2012)」의 내용에 따르면,

을 소유하고 있다. 이를 제외하고는 모두 1% 미만의 소액 지분을 소유하고 있다.

#### 나) 재무성과

Mighty River Power는 2012년에서 2014년까지 매출이 매년 약 1억 달러 가량 감소하는 추세를 보이고 있으나, 같은 기간 동안 순이익은 절대값으로 큰 폭은 아니나 증가하고 있는 추세이다. 총자산은 2012년부터 큰 변화가 없으며, 이를 구성하고 있는 총자본과 총부채 또한 거의 변화가 없으므로 부채자본 비율이 거의 일정한 값을 유지하고 있다. 주당 순이익과 주당 배당금은 매년 증가하고 있고, 총배당금 또한 매년 증가하고 있으며, 그 증가 폭은 2012년에서 2013년 사이가 더 크다.<sup>135)</sup>

#### 다) 지배구조

Mighty River Power의 이사회는 기업 활동에 대한 책임을 지고 있으며, Mighty River Power의 지배구조는 금융감독위원회(Financial Markets Authority)와 NZX(뉴질랜드 증권거래소), ASX(호주 증권거래소)가 발행한 가이드라인을 수용하고 있다. 또한 Mighty River Power의 개별법(Constitution), 정관(the Charters) 및 각종 내부 규정(the policies)이 정한 내용에 따라 운영하고 있다.<sup>136)</sup>

지배구조에 있어서 핵심적인 역할을 수행하는 이사회는 주주의 투표에 의해 능력, 경험, 지식, 다양성과 장래성 등의 요건을 충족한 사람으로 구성되며, 현재는 Mighty River Power의 개별법에 따라 7명의 개별 이사로 구성되어 있다.

---

정부(the Crown)을 제외한 다른 기업은 10%의 지분을 보유하지 못하는 것으로 되어 있으나, 이 경우에는 뉴질랜드 중앙예탁회사(New Zealand Central Securities Depository Limited)가 10%가 넘는 지분을 보유하고 있으므로 예외적인 사항으로 보임

135) Mighty River Power Limited "Annual Report 2013, 2014, 2015."

136) Mighty River Power Limited Annual Report 2015, p. 52.

〈표 III-31〉 Mighty River Power의 재무성과(2012~2014)

(단위: 백만달러)

구분		2012	2013	2014
손익계산	매출액(Revenue)	1,945	1,837	1,705
	EBITDA <sup>3)</sup>	461	390	504
	영업이익(Energy margin)	679	673	687
	순이익 <sup>4)</sup>	68	115	212
재무상태	총자산(Assets)	5,877	5,802	5,689
	자본(Equity)	3,014	3,182	3,219
	부채(Liabilities)	2,863	2,620	2,470
주식 관련 성과	시장 가치(Market value)	NA	NA	2,433
	주당순이익 <sup>5)</sup> (EPS, Earnings per share), cents	4.8	8.2	15.3
	주당배당금 (Ordinary dividend per share), cents	8.6	12.0	13.5
	총배당금 (Ordinary and special declared dividend)	120	168	186

주: 1) 연도별 수치는 6월 30일을 기준으로 작성된 것임

2) 모든 수치는 가장 최근 발표된 자료를 기준으로 함. 예를 들어 2013년 주당순이익을 기입할 때, 2013년 당기와 2014년 전기 자료의 수치가 다른 경우에는 2014년 전기 자료를 기입함

3) 'Earnings before interest, tax, depreciation, amortization and fair-value adjustments'으로 영업 이익에서 법인세, 이자, 세금, 감가상각비용 등을 제하기 전의 이익을 뜻함

4) 'Net profit for the year'으로 그룹 전체의 순이익을 의미함

5) EPS는 '당기순이익/발행한 총 주식수'로 산출하며, 1주당 얼마 만큼의 이익을 창출하였는지를 나타내는 지표로서 외부투자자에게 유용한 정보를 제공함

자료: Mighty River Power Limited, "Annual Report 2013, 2014, 2015."

## 5. 소결

### 가. 상장 공기업의 배경과 현황

사례조사 대상이었던 프랑스, 핀란드, 노르웨이, 뉴질랜드 4개국에서 공기업의 상장은 대부분의 국가에서 1980년대 중반에서 2000년대 중반까지 계속되었던 민영화의 큰 흐름에서 같이 진행된 경우가 많았다. 민영화의 일환으로 진행되었던 공기업의 상장은 공공부문의 부채절감, 시장원리 도입에 의한 효율성 향상과 같은 민영화와 동일한 목적을 가지고 상장이 추진되었다. 그러나 최근에는 이와 다르게 처음부터 혼합소유제(Mixed Ownership)를 최종 목적으로 하여 진행된 공기업 상장의 사례를 뉴질랜드에서 찾아볼 수 있었

며, 정부의 최소 지분을 법적으로 의무화하여 혼합소유제를 명문화하기도 한다. 또한 재무위기에 처한 민간기업을 구제하기 위해 정부재원을 투자하거나, 전략적 산업의 지분을 보유하기 위한 정부의 지분투자로 인해 생겨난 혼합소유제 형태의 상장 공기업을 찾아볼 수도 있었다. 또한 핀란드의 솔리디움 지주회사에서 관리하는 정부 지분 10~50%의 상장 공기업의 경우 정부의 지분투자를 통해 수익을 창출하고자 하는 목적으로 관리되고 있다.

#### 나. 공기업 상장 이후의 법과 지배구조 변화

OECD 국가의 상장 공기업은 수익성을 가장 큰 운영목적으로 하여 시장에서 공정한 경쟁을 통해 민간과 동일한 원칙하에 운영되고 있다. 따라서 상법(회사법)과 증권거래에 관한 법률이 기업의 가장 기본이 되는 법으로 운영되고 있다. 상장 이전에 정부가 100% 지분을 보유한 공기업이었을 경우에는 정부의 공기업법에 의해 운영되지만 상장 이후에는 공기업법과 상법이 동시에 적용되거나 공기업법에서 제외되어 상법만 적용되기도 한다. 프랑스의 경우 대부분의 상장 공기업이 회사법에 따라 운영되며 이사회 선임과 관련한 부분에서만 공기업 관련 규정을 따르고 있다. 반면 뉴질랜드의 혼합소유정책(Mixed ownership model)에 의해 상장된 공기업들은 상장 이후에 공기업법에서 제외되어 회사법에 따라 운영되고 있다. 더불어 이사회 선임과 관련하여서도 이전에는 정부의 강력한 임명권한이 행사되었지만 상장 이후에는 기관의 독립적인 선임권한을 누리게 되었다.

#### 다. 상장 공기업 관리 현황

상장 공기업은 뉴질랜드의 경우 '혼합소유제 기업'으로 구분되어 별도 유형으로 관리되고 있지만 나머지 3개 국가에서는 공기업 유형분류에서 독립적으로 '상장' 여부를 구분하고 있지 않다. 다만 기존의 유형분류에 따라 기업의 목적이 상업성을 주로 하는지 등에 따라 공기업의 유형을 구분하고 있다.

그러나 4개 국가 모두 상장 공기업에 대해서는 전체 공기업 내에서 우선적

인 관심의 대상으로 분류되고 있다. 이는 상장 공기업이 기관의 규모나 재무 성과의 안정성, 전략적 중요성 등에서 비상장 공기업보다 그 중요도가 크기 때문이다. 특히 상장 공기업의 경우 각 국가에서 발행하는 연차보고서에 상장 공기업의 주가 변동, 시장가치의 변동 등에 대하여 정보를 별도로 제공하고 있어, 정부가 주시하고 있음을 알 수 있다.

### 라. 상장 공기업 재무성과

앞서 살펴본 OECD 4개 국가 상장 공기업의 최근 3년간(2012~2014년) 재무성과의 평균을 전체 상장기업 평균과 비교해 보면 배당성향은 각 국가의 전체 상장기업 평균보다 높은 편이었으며 수익성은 매출액수익률(ROS), 총자산수익률(ROA), 자기자본수익률(ROE) 기준으로 전체 상장기업 평균보다 대체적으로 낮게 나타났다. 가장 커다란 차이를 보이는 항목은 부채비율인데, 상장 공기업의 부채비율은 4개 국가 모두에서 전체 상장기업 평균보다 2배 이상 크게 나타나고 있다.

〈표 III-32〉 국가별 전체 상장기업과 상장 공기업 재무성과 비교(2012~2014년 평균)  
(단위: %)

국가명	분류	주가 상승율	배당 성향	매출액 수익률 (ROS)	총자산 수익률 (ROA)	자기자본 수익률 (ROE)	부채 비율	매출액 증가율
프랑스	전체 상장기업	-	37.3	6.8	5.5	11.6	114.7	-
	상장 공기업	38.0	38.3	1.0	0.8	-23.9	566.0	1.0
핀란드	전체 상장기업	-	83.3	5.0	1.3	11.8	72.1	-
	상장 공기업	-1.1	63*	6.1	3.8	7.2	187.3	5.6
노르웨이	전체 상장기업	-	29.0	16.9	3.3	9.5	129.3	-
	상장 공기업	3.4	44.8	12.2	5.8	10.1	303.0	-0.1
뉴질랜드	전체 상장기업	-	58.5	8.4	4.4	23.7	61.5	-
	상장 공기업	26.4	113.9	5.8	4.0	6.9	128.9	14.6

주: SSAB 1429%, OUTOTEC 6121% 등 특이값 제외. 포함할 경우 593.3  
자료: Thomson Reuters, Eikon DB(2015.11.11.)의 재무자료를 이용하여 계산

---

## IV. 상장 공기업 실증 분석

---

### 1. 연구의 필요성

이 장에서는 공기업의 소유권과 상장이 기업의 경영성과에 미치는 영향을 실증 분석하고자 한다. 상장 공기업은 완전 민영화로 가는 중간단계인 부분 민영화로 여겨지거나, 민영화가 여의치 않을 경우 민영화가 중단된 것으로 받아들여졌다. 상장 공기업은 정부가 과반수 이상의 지분이나 의결권을 소유함으로써 정부가 기업에 대한 지배력을 여전히 유지하고 있으므로 기업 운영에 미치는 효과는 거의 없는 것으로 예측되었다. 그러나 경영권의 변화 없이도 주식시장의 역할(모니터링, 우수한 성과에 대한 보상, 성과에 대한 즉각적인 시장의 반응) 때문에 부분 민영화된 상장 공기업의 수익성, 생산성이 기존 정부소유의 공기업이었을때보다 제고된다는 연구가 제시되고 있다. 최근의 연구는 혼합소유제 형태의 상장 공기업이 비상장 공기업보다 재무성과가 높지만 민간기업보다는 낮다고 분석하고 있다(Gupta, 2005; Backx et al., 2002).

본장에서는 이와 같은 효과를 확인하기 위하여 앞서 분석했던 4개국의 상장기업과 전세계 주요 에너지 기업을 대상으로 정부의 소유권과 상장 여부가 기업의 경영성과에 영향을 미치는지 분석해 보고자 한다.

### 2. 4개국 상장 공기업의 상장효과 분석

공기업의 상장이 기업의 성과에 미치는 영향을 파악하기 위하여 앞서 분석했던 프랑스·핀란드·노르웨이·뉴질랜드 4개국의 상장기업에 대하여 Wilcoxon 부호순위 검정을 활용하여 상장 전후 경영성과를 분석하고자 한다.

Meggison et al(1994)의 모델은 민영화 효과를 분석하기 위해 광범위하

게 사용되고 있으며 우리나라 기업의 민영화 효과에 대해서는 김현숙(2007)에서 사용되었다. 본 연구에서는 공기업의 상장이 민영화와 동일한 효과를 발생시킬 것이라고 가정하고, Megginson et al(1994)과 김현숙(2007)에서 적용되었던 연구모형을 적용하였다. 이 연구모형은 공기업의 경영성과를 상장 이전과 이후로 비교하여 그 효과를 분석하고자 하며, 본 분석에서 사용된 각 경영성과 변수에 대한 영향은 다음과 같은 가설로 예측될 수 있다.

첫째, 공기업의 상장은 기업의 수익성을 제고시킬 것이다. 공기업의 수익성은 매출액이익률(ROS), 자산이익률(ROA), 자본이익률(ROE)로 측정할 수 있는데 상장 이후 공기업의 수익성 지표가 상장 이전보다 높아질 것이라고 예측할 수 있다. 둘째, 공기업의 상장이 기업의 운영효율을 높일 수 있을 것이다. 공기업의 소유권과 운영구조상 운영 효율성이 낮은 것으로 알려져 왔으며, 공기업의 상장은 기업의 효율성을 제고시키는 역할을 할 것이라고 기대할 수 있다. 기업의 운영효율은 직원 1인당 매출액(매출효율), 직원 1인당 순이익(순이익효율)으로 측정할 수 있다. 셋째, 자본투자 역시 증가할 것이다. 자본투자는 전체 매출액에서 자본적지출액이 차지하는 비율로 측정할 수 있으며 상장 이후 증가할 것으로 보인다. 넷째, 기업의 성장은 증가할 것으로 보인다. 자본시장을 통해 새로운 투자유치가 용이해 짐에 따라 성장의 기회는 증가하기 때문이다. 성장성은 매출액 증가율로 측정할 수 있다. 다섯째, 기존 연구(Megginson et al., 1994; 김현숙, 2007)에서는 고용에 대한 효과에 상반되는 입장이 존재한다. 기업의 고정비용을 줄이기 위해 고용을 줄일 것이라는 예측과 기업의 성장하기 때문에 고용 역시 증가할 것이라는 입장이다. 본 연구에서는 공기업 상장의 목적 자체가 성장보다는 효율성 제고에 더 목적이 많이 맞추어져 있다는 점을 고려하여 공기업의 상장으로 인해 기업의 고용은 감소할 것이라고 예측하였다. 여섯째, 기업의 안정성은 증가할 것이라고 볼 수 있다. 공기업은 국가신용도에 따라 신용등급이 본연의 재무성과보다 우수하게 정해지고, 자금의 차입을 용이하게 할 수 있기 때문에 사업의 확장 등의 재원을 부채를 통해 조달하는 편이다. 그러나 상장 이후에는 부채를 통한 재원의 조달보다는 기업의 재무성과를 건실하게 유지하

여 투자자에게 좋은 재무실적을 보여주는 것이 기업가치 제고에 더 긍정적인 역할을 할 것으로 예측된다. 따라서 기업의 부채비율 역시 상장 이후 줄어들 것으로 기대할 수 있다. 일곱째, 기업 공개 이후에 정부 이외의 주주가 발생할 것이며, 주주에 대한 배당 역시 그 중요성이 더욱 커 질 것이다. 따라서 주주에 대한 배당 역시 기업의 상장 이후에 더욱 높아질 것이라고 기대할 수 있다.

〈표 IV-1〉 상장 전후의 경영성과 변화에 대한 가설

범주	경영성과변수	가설 <sup>1)</sup>
1) 수익성	매출액이익률(ROS)	H11: 매출액 영업이익률(ROS)은 상장 이후에 증가할 것이다.
	자산이익률(ROA)	H12: 자산이익률(ROA)은 상장 이후에 증가할 것이다.
	자본이익률(ROE)	H13: 자본이익률(ROE)은 상장 이후에 증가할 것이다.
2) 운영효율	매출효율	H21: 매출효율은 상장 이후에 증가할 것이다.
	순이익효율	H22: 순이익효율은 상장 이후에 증가할 것이다.
3) 자본투자	자본 대비 자본적지출 비용	H31: 자본투자는 상장 이후에 증가할 것이다.
4) 성장성	매출액 증가율	H41: 매출액증가율은 상장 이후에 증가할 것이다.
5) 고용	직원수	H51: 직원 수는 상장 이후에 감소할 것이다.
6) 안정성	부채비율	H61: 부채비율은 상장 이후에 감소할 것이다.
7) 배당	매출 대비 배당	H71: 매출대비 배당은 상장 이후에 증가할 것이다.
	배당성향	H81: 배당성향은 상장 이후에 증가할 것이다.

주: 1) Megginson et al(1994)와 김현숙(2007)에 기초하여 저자가 수정

상장 이전과 이후의 경영성과를 비교하기 위하여 선정한 지표는 아래 표와 같은 방법으로 측정할 수 있다.

〈표 IV-2〉 분석에 사용된 성과변수와 측정방법

범주	경영성과변수	측정방법
1) 수익성	매출액이익률(ROS)	당기순이익/매출액
	자산이익률(ROA)	당기순이익/총자산
	자본이익률(ROE)	당기순이익/자본
2) 운영효율	매출효율	매출액/직원 수
	순이익효율	당기순이익/직원 수
3) 자본투자	자본 대비 자본적지출 비용	자본적지출액/매출액
4) 성장성	매출액 증가율	명목 매출액/소비자물가지수
5) 고용	직원 수	직원 수
6) 안정성	부채비율	장기부채/자본
7) 배당	매출 대비 배당	현금배당/매출액
	배당성향	현금배당/당기순이익

프랑스, 핀란드, 노르웨이, 뉴질랜드 4개국 상장 공기업의 재무데이터는 Thomson Reuters, Eikon DB<sup>137)</sup>의 재무자료에서 취합되었으며 각 경영지표를 측정할 수 있도록 가공되었다. 상장 이전은 상장 연도 이전 3개 연도의 측정치며 상장 이후는 상장 연도 이후 3개 연도의 측정치이다. 전체 39개 기관 중에서 상장 이전 3개년과 상장 이후 3개년 데이터가 모두 존재하는 경우에만 분석에 포함되었으며 따라서 각 지표별로 분석에 포함되는 기업의 수는 16~23개로 나타나고 있다. 이는 대부분의 경우 상장 이후에는 재무성과의 공시가 의무화되지만 상장 이전에는 재무성과가 공시되지 않기 때문이다.

프랑스, 핀란드, 노르웨이, 뉴질랜드 4개국 상장 공기업의 상장 이전과 이후의 경영성과를 비교하면 다음과 같다. 수익성지표 중 매출액이익률(ROS)은 상장 이후에 오히려 감소하였으나 자산이익률(ROA)과 자본이익률(ROE)은 상장 이후에 증가한 것으로 나타났다. 운영효율을 나타내는 1인당 매출액, 1인당 순이익은 상장이후에 크게 증가하였다. 자본투자는 상장 이후에 감소한 것으로 나타났으며 성장성은 상장 이후에 두 배 가까이 증가하였고, 고용도 소폭으로 증가하였다. 안정성을 나타내는 부채비율은 상장 이후 큰

137) Thomson Reuters, Eikon DB(검색일자: 2015.11.11)

폭으로 감소하였으며 배당은 매출대비 배당과 배당성향 모두 상장 이후에 증가한 것으로 나타났다.

〈표 IV-3〉 상장 공기업의 상장 전후 경영지표의 평균(중간값)  
(단위: %, 명)

범주	성과변수	기업 수	상장이전 평균(A) (중간값)	상장이후 평균(B) (중간값)	상장 전후 평균 변화(B-A) (중간값)
1) 수익성	매출액이익률(ROS)	19	4.9 (2.0)	4.3 (4.6)	-0.62 (2.6)
	자산이익률(ROA)	19	3.2 (3.9)	4.4 (4.4)	1.25 (0.5)
	자본이익률(ROE)	19	6.7 (8.8)	13.9 (13.5)	7.21 (4.7)
2) 운영효율	매출효율	19	721.7 (183.3)	867.8 (259.5)	146.14 (76.2)
	순이익효율	19	18.5 (5.2)	33.7 (12.6)	15.19 (7.4)
3) 자본투자	자본 대비 자본적지출 비용	23	46.1 (28.9)	31.6 (23.5)	-14.48 (-5.4)
4) 성장성	매출액 증가율	16	7.0 (3.2)	14.9 (12.8)	7.84 (9.6)
5) 고용	직원 수	19	52,463.6 (15,593.0)	53,848.1 (17,196.0)	1,384.53 (1,603.0)
6) 안정성	부채비율	25	897.2 (403.4)	646.3 (283.5)	-250.94 (-119.9)
7) 배당	매출 대비 배당	17	1.1 (0.7)	1.5 (0.7)	0.32 (0.0)
	배당성향	22	17.3 (13.2)	26.0 (26.5)	8.68 (13.3)

주: \*\*\*는 1% 유의수준에서 유의. \*\*는 5% 유의수준에서 유의. \*는 10% 유의수준에서 유의  
자료: 4개국 상장기업 리스트는 각 국가의 공기업 연차보고서에서 확인  
재무데이터는 Thomson Reuters, Eikon DB(2015.11.11)

Wilcoxon 부호순위 검정(signed rank test)을 사용하여 상장 이전과 상장 이후의 경영성과의 변화를 비교분석해 보면 〈표 IV-4〉와 같은 결과를 얻을 수 있다. 자본이익률, 1인당 매출액, 1인당 순이익, 배당성향이 상장 이전보다 상장 이후에 유의미하게 증가하였고 반면 자본투자는 유의미하게 감소하였다. 이는 수익성과 운영효율은 상장 이후 개선되었으며 배당도 역시 증가한 것을 의미한다.

〈표 IV-4〉 상장 공기업의 상장 전후 경영지표의 Wilcoxon 부호순위 결과

(단위: %, 명)

범주	성과변수	기업 수	상장 전후의 중간값 변화	중간값 변화에 대한 Z값	예측과 동일한 변화가 발생한 기업의 비율
1) 수익성	매출액이익률(ROS)	19	-0.62 (2.6)	0.121	52.6
	자산이익률(ROA)	19	1.25 (0.5)	0.926	52.6
	자본이익률(ROE)	19	7.21 (4.7)	1.690*	73.7
2) 운영효율	매출효율	19	146.14 (76.2)	2.978***	84.2
	순이익효율	19	15.19 (7.4)	1.711*	57.9
3) 자본투자	자본 대비 자본적지출 비용	23	-14.48 (-5.4)	-1.901*	39.1
4) 성장성	매출액 증가율	16	7.84 (9.6)	1.216	50.0
5) 고용	직원 수	19	1,384.53 (1,603.0)	0.724	36.8
6) 안정성	부채비율	25	-250.94 (-119.9)	-1.466	64.0
7) 배당	매출 대비 배당	17	0.32 (0.0)	0.995	58.8
	배당성향	22	8.68 (13.3)	1.672*	63.6

주: \*\*\*는 1% 유의수준에서 유의, \*\*는 5% 유의수준에서 유의, \*는 10% 유의수준에서 유의  
 자료: 4개국 상장공기업 리스트는 각 국가의 공기업 연차보고서에서 확인  
 재무데이터는 Thomson Reuters, Eikon DB(2015.11.11)

이상의 분석결과를 기존에 동일한 방법을 사용하여 민영화의 효과를 분석한 Megginson and Netter(1994), 김현숙(2007)의 결과와 비교하면 다음과 같다.

Megginson et al(1994)과 김현숙(2007)에서는 수익성 지표중 매출액이익률(ROS), 자본이익률(ROA)가 모두 증가하고 김현숙(2007)에서는 자산이익률(ROE)도 증가하는 것으로 나타났으나 본 연구에서는 자본이익률(ROE)만 유의미하게 증가하는 것으로 나타났다. 운영효율은 기존연구와 동일하게 1인당 매출액과 1인당 당기순이익이 증가한 것으로 나타났다. 기존 연구는 고용과 안정성에서 유의미한 변화가 관측되었으나 본 연구에서는 통계적으

로 의미있는 결과를 확인하기 어려웠다. 반면 배당에 있어서는 배당성향이 유의미하게 증가하는 것으로 나타나고 있어 기존 연구와 일관성 있는 결과를 볼 수 있었다. 기존 연구가 민영화의 효과를 분석한 것인데 반하여 본 연구는 공기업의 상장 효과를 분석하였다는 차이가 있지만 수익성, 효율성의 제고와 배당성향의 제고 등 민영화와 유사한 효과가 공기업의 상장에도 발생한다는 결과를 확인할 수 있었다. 이는 상장공기업이 기업의 소유주는 정부로 동일하지만, 상장으로 인한 시장의 압력과 경영성과 공시 등의 투명성 제고 등으로 인해 이전보다 기업의 효율성이 제고된다는 것을 알려주는 것이라 볼 수 있다.

〈표 IV-5〉 상장 공기업의 상장 전후 경영지표 변화 결과 비교

범주	성과변수	가설	상장효과	민영화 효과 기존연구	
				(Megginson, 1994)	(김현숙, 2007)
1) 수익성	매출액이익률(ROS)	+	0.121	3.146***	2,535**
	자산이익률(ROA)	+	0.926	1.87*	2,633***
	자본이익률(ROE)	+	1,690*	0.599	2,678***
2) 운영효율	매출효율	+	2,978***	3.66***	3,475***
	순이익효율	+	1,711*	1.733*	-
3) 자본투자	자본 대비 자본적지출 비용	+	-1,901*	-	-
4) 성장성	매출액 증가율	+	1,216	-	0,657
5) 고용	직원 수	-	0,724	0,956	2,006**
6) 안정성	부채비율	-	-1,466	-	2,248**
7) 배당	매출 대비 배당	+	0,995	4,626***	-
	배당성향	+	1,672*	3,233***	-

주: \*\*\*는 1% 유의수준에서 유의, \*\*는 5% 유의수준에서 유의, \*는 10% 유의수준에서 유의

### 3. 주요 에너지 기업의 정부소유와 상장 영향 분석

저명 경제지 포춘(Fortune)에서는 기업의 매출규모에 따라 매년 전 세계

500대 기업을 발표하고 있다.<sup>138)</sup> Fortune은 정부지분이 50%가 넘는 공기업을 구분하고 있어, 전 세계 최대 규모 500개 기업에 포함되는 공기업의 분포를 확인할 수 있다. 2015년 Fortune이 선정한 전 세계 최대규모 500개 기업 중에 정부가 50% 이상의 지분을 소유한 공기업은 112개로 전체기업의 22.4%에 해당한다. 이들 공기업을 산업별로 살펴보면 광업·원유생산이 18개로 가장 많으며 석유정제 14개, 유틸리티 14개, 에너지 기업 7개로 에너지 관련 산업에 포함되는 기업이 49개로 전체 공기업의 절반 가까이 차지하고 있다.

〈표 IV-6〉 2015년 Fortune Global 500 기업의 산업별 분포

산업	전체 기관 수	공기업 수	공기업 비율	상장 기관 수	상장기관 비율(%)
광업, 원유 생산	25	18	72	2	8
석유 정제	38	14	36.8	6	15.8
유틸리티	21	14	66.7	10	47.6
은행: 상업 및 저축	55	11	20	8	14.5
금속	16	9	56.3	1	6.3
엔지니어링, 건설	13	7	53.8	-	-
에너지	13	6	46.1	6	46.1
자동차 및 부품	34	5	14.7	3	8.8
무역	12	4	33.3	-	-
우편, 소포 및 화물 배달	7	4	57.1	2	28.6
통신	18	3	16.7	4	22.2
항공우주 및 국방	11	3	27.3	5	45.5
보험: 생명, 건강(주)	23	2	8.7	2	8.7
화학약품	8	2	25	2	25
산업 기계	6	2	33.3	-	-
철도	4	2	50	1	25
보험: 손해 보험(주)	16	1	6.3	4	25
제약	10	1	10	4	40
일반 상인	7	1	14.3	4	57.1
다각화된 금융	5	1	20	4	80
네트워크 및 기타 통신 장비	5	1	20	2	40

138) Fortune이 발표하는 세계 매출규모 500대 기업 순위는 <http://fortune.com/global500/>에서 확인할 수 있음(검색일자: 2015.11.10)

〈표 IV-6〉 계속

산업	전체 기관 수	공기업 수	공기업 비율	상장 기관 수	상장기관 비율(%)
건축 자재, 유리	3	1	33.3	-	-
부동산	2	1	50	-	-
해운	2	1	50	-	-
도매: 다각화	2	1	50	1	50
식품 및 약품 가게	20	-	-	4	20
전자, 전기 기계	17	-	-	2	11.8
컴퓨터, 사무장비	8	-	-	3	37.5
보험: 생명, 건강(상호)	8	-	-	-	-
전문 소매상	8	-	-	5	62.5
항공	7	-	-	3	42.9
식품 생산	7	-	-	2	28.6
기타	7	-	-	4	57.1
식품 소비자 제품	5	-	-	2	40
헬스케어: 보험 및 관리 케어	5	-	-	5	100
도매: 헬스케어	5	-	-	3	60
엔터테인먼트	4	-	-	3	75
정보 기술 서비스	4	-	-	1	25
배관	4	-	-	3	75
반도체 및 기타 전자 부품	4	-	-	1	25
음료	3	-	-	1	33.3
식품 서비스	3	-	-	1	33.3
석유 및 가스 장비, 서비스	3	-	-	2	66.7
도매: 전자 제품 및 사무 장비	3	-	-	3	100
의류	2	-	-	1	50
컴퓨터 소프트웨어	2	-	-	2	100
건설 및 농업 기계	2	-	-	2	100
헬스케어: 의료 시설	2	-	-	1	50
가정 및 개인 제품	2	-	-	1	50
보험: 손해 보험(상호)	2	-	-	-	-
인터넷 서비스 및 소매업	2	-	-	2	100
도매: 식품 및 식료품	2	-	-	1	50
	500	112		115	

주: 1) 상장기업인데 시장가치 자료 없어서 비상장으로 분류된 기업 존재함  
 2) 에너지, 유틸리티 분야 상장여부는 EIKON 자료로 대체함  
 자료: Fortune Dalastore, 2015 Fortune Global 500 DB(검색일자: 2015.11.26) 이용해 작성

112개의 공기업이 500개 Fortune Global 500에 포함된 500개 기관에서 차지하는 비율은 고용은 31.5%로 비교적 높고 매출은 23.9%, 순이익은 18.5%에 해당한다. 기관별 평균을 보면 공기업의 경우 매출은 전체 기관과 비슷하지만 고용은 매우 높고 순이익은 낮게 나타나고 있다.

〈표 IV-7〉 2015년 Fortune Global 500 포함 공기업 규모

(단위: 천명, 십억달러, %)

	고용			매출			순이익		
	공기업	전체	비율	공기업	전체	비율	공기업	전체	비율
합계	20,596.1	65,466.3	31.5	7,467.4	31,212.1	23.9	308.4	1,667.4	18.5
평균	183.9	130.9	140.4	66.7	62.4	106.8	2.8	3.3	82.4
중간값	130.2	89	146.3	44.2	43.3	102.1	0.8	1.7	46.2

자료: Fortune Datastore, Fortune Global 500 DB(검색일자: 2015.11.26) 자료를 이용해 작성

2015년 Fortune Global 500에 포함된 기업 중에서 산업분류가 에너지와 유틸리티에 해당하는 34개 기업을 대상으로 공기업 여부와 상장에 대해 살펴보았다. 상장기업은 20개로 전체의 59%에 해당했고, 공기업은 16개로 전체의 47%에 해당하였다. 이 중에서 상장 공기업은 4개이고 12개는 비상장 공기업에 해당한다.

〈표 IV-8〉 2015년 Fortune Global 500의 주요 에너지 기업

(단위: %, 천명, 십억달러)

순위	기업명	국가	산업	상장	공기업	정부 최대 주주	정부 직접 지분	고용	매출	순이익
7	State Grid	중국	유틸리티	X	O	X		922	339.4	9.8
22	E.ON	독일	에너지	O	X	X	0	59	151.5	-4.2
69	Enel	이탈리아	유틸리티	O	X	O	27.5	69	100.5	0.7
73	GDF Suez	프랑스	에너지	O	X	O	33.29	153	99.1	3.2
78	Électricité de France	프랑스	유틸리티	O	O	O	84.49	148	96.7	4.9
113	China Southern Power Grid	중국	유틸리티	X	O			307	76.7	1.7
154	RWE	독일	유틸리티	O	X	X	0	60	63.9	2.4
161	Tokyo Electric Power	일본	유틸리티	O	O	X	2.66	43	61.9	4.1
193	Korea Electric Power	한국	유틸리티	O	O	X	18.2	40	54.3	2.6
205	SSE	영국	유틸리티	O	X	X	0	20	50.9	0.9
217	Centrica	영국	유틸리티	O	X	X	0	38	48.4	-1.7
224	China Huaneng Group	중국	에너지	X	O	X		142	47.4	0.4
283	Iberdrola	스페인	유틸리티	O	X	X	0	28	39.8	3.1
332	Korea Gas	한국	에너지	O	O	O	26.15	3	35.4	0.4
342	CEFC China Energy	중국	에너지		X			22	34.7	0.6
343	China Guodian	중국	에너지	X	O	X		128	34.6	0.5
345	China Huadian	중국	유틸리티	X	O	X		110	34.5	1.1
370	Gas Natural Fenosa	스페인	에너지	O	X	X	0	22	32.8	1.9
378	CFE	멕시코	유틸리티	X	O			94	31.5	-3.5
381	Koç Holding	터키	에너지	O	X	X	0	86	31.4	1.2
382	Jinneng Group	중국	에너지	X	O			118	31.3	0
384	Kansai Electric Power	일본	유틸리티	O	X	X	0	34	31	-1.4
392	China Datang	중국	에너지	X	O	X		100	30.2	0
403	China Power Investment	중국	유틸리티		O			128	29.6	0.2
414	Ultrapar Holdings	브라질	에너지	O	X	X	0	14	28.8	0.5
419	Chubu Electric Power	일본	유틸리티	O	X	X	0	31	28.2	0.4
424	EnergieBaden-Württemberg	독일	유틸리티	O	X	O	93.5	19	27.9	-0.6
435	Exelon	미국	유틸리티	O	X	X	0	29	27.4	1.6
460	GasTerra	네덜란드	에너지	X	O	X	10	0.2	25.9	0
462	Duke Energy	미국	유틸리티	O	X	X	0	28	25.7	1.9
474	Greenergy Fuels Holdings	영국	에너지	X	X			1	25.1	0
480	Perusahaan Listrik Negara	인도네시아	유틸리티	X	O	O	100	48	24.7	1
486	NationalGrid	영국	유틸리티	O	X	X	0	24	24.5	3.2
491	Vattenfall	스웨덴	유틸리티	X	O	O	100	30	24.2	-1.2

자료: Thomson Reuters, Eikon DB(검색일자: 2015.11.11); Fortune Dalastore, Fortune Global 500 DB(검색일자: 2015.11.26) 이용해 작성

〈표 IV-9〉 2015년 Fortune Global 500 주요 에너지 기업(전력·유틸리티)의 재무성과

(단위: %, 천 달러/인)

순위	기업명	국가	산업	상장	공기업	정부 최대주주	ROS	ROA	ROE	1인당 매출	매출액 증가율
7	State Grid	중국	유틸리티	X	O	X	2.9	2.1	4.9	368	1.8
22	E.ON	독일	에너지	O	X	X	-2.8	-2.8	-14.1	2,589	-6.8
69	Enel	이탈리아	유틸리티	O	X	O	0.7	0.3	1.8	1,458	-6
73	GDF Suez	프랑스	에너지	O	X	O	3.3	1.6	5.4	648	-16.4
78	Électricité de France	프랑스	유틸리티	O	O	O	5.1	1.5	11.5	653	-3.7
113	China Southern Power Grid	중국	유틸리티	X	O		2.2	1.7	4.8	250	5.5
154	RWE	독일	유틸리티	O	X	X	3.8	2.3	19.7	1,069	-6.3
161	Tokyo Electric Power	일본	유틸리티	O	O	X	6.6	3.5	24	1,428	-6.5
193	Korea Electric Power	한국	유틸리티	O	O	X	4.7	1.7	5.2	1,346	10.6
205	SSE	영국	유틸리티	O	X	X	1.7	2.5	9.7	2,551	4.8
217	Centrica	영국	유틸리티	O	X	X	-3.4	-4.7	-39.1	1,290	16.6
224	China Huaneng Group	중국	에너지	X	O	X	0.9	0.3	5.5	333	-0.6
283	Iberdrola	스페인	유틸리티	O	X	X	7.7	2.7	7.3	1,422	-8.5
332	Korea Gas	한국	에너지	O	O	O	1.2	1	4.8	10,574	1.8
342	CEFC China Energy	중국	에너지		X		1.6	6.7	18.9	1,609	1.7
343	China Guodian	중국	에너지	X	O	X	1.4	0.4	6.3	270	-8.5
345	China Huadian	중국	유틸리티	X	O	X	3.1	0.9	15.4	313	6
370	Gas Natural Fenosa	스페인	에너지	O	X	X	5.9	3.2	11.3	1,495	-1
378	CFE	멕시코	유틸리티	X	O		-11.2	-4.4	-33.3	336	-0.4
381	Koç Holding	터키	에너지	O	X	X	3.9	4.5	14.2	367	-9.7
382	Jinneng Group	중국	에너지	X	O		0	0	0	265	-15.6
384	Kansai Electric Power	일본	유틸리티	O	X	X	-4.4	-2.1	-16.7	924	-6.7
392	China Datang	중국	에너지	X	O	X	0	0	0.2	302	-2.5
403	China Power Investment	중국	유틸리티		O		0.8	0.2	3.3	232	-4.8
414	Ultrapar Holdings	브라질	에너지	O	X	X	1.8	7.2	18.2	2,059	1.9
419	Chubu Electric Power	일본	유틸리티	O	X	X	1.2	0.8	3	915	-0.5
424	EnergieBaden-Württemberg	독일	유틸리티	O	X	O	-2.1	-1.3	-14.4	1,504	2.2
435	Exelon	미국	유틸리티	O	X	X	5.9	1.9	7.2	946	10.2
460	GasTerra	네덜란드	에너지	X	O	X	0.2	1.1	18.3	144,516	-19.8
462	Duke Energy	미국	유틸리티	O	X	X	7.3	1.6	4.6	906	4.4
474	Greenergy Fuels Holdings	영국	에너지	X	X		0.1	0.6	8.4	48,486	9.6
480	Perusahaan Listrik Negara	인도네시아	유틸리티	X	O	O	4	2	7.4	514	-1.4
486	NationalGrid	영국	유틸리티	O	X	X	13.3	4	18.3	1,008	4
491	Vattenfall	스웨덴	유틸리티	X	O	O	-4.9	-1.9	-8.1	801	-8.3

자료: Thomson Reuters, Eikon DB(검색일자: 2015.11.11); Fortune Datastore, 2015 Fortune 500 DB(검색일자: 2015.11.26) 이용해 작성

Fortune Global 500에 포함된 주요 에너지 기업(전력·유틸리티) 34개에 대하여 공기업 여부와 상장 여부에 따라 각각의 재무자료와 재무성과를 비교하면 <표 IV-10>과 같다. 에너지분야 주요기업에 대하여 공기업과 민간기업의 재무성과를 비교해 보면 매출과 순이익, 고용, 자산, 자본의 규모는 공기업이 더 큰 것으로 나타나고 있다. 수익성 지표를 살펴보면 매출액이익률(ROS), 자산이익률(ROA)은 공기업이 높은 반면 자기자본이익률(ROE)은 민간이 더 높은 것으로 나타났다. 부채비율의 경우 공기업이 848%로 민간기업 439% 보다 높은 것으로 나타났다.

<표 IV-10> 2015년 Fortune Global 500 주요 에너지 기업(전력·유틸리티)의 상장과 공기업 여부에 따른 재무성과

(단위: 명, 십억달러, %)

	공기업			민간기업			전체
	비상장 공기업 평균	상장 공기업 평균	평균	비상장 민간기업 평균	상장 민간기업 평균	민간 평균	전체 평균
매출	63,673	62,051	61,137	25,116	50,735	48,421	54,405
순이익	894	2,999	1,379	17	831	771	1,057
고용	181,820	58,749	147,664	518	44,476	40,761	91,069
자산	118,927	158,574	128,260	2,743	86,520	77,525	101,401
자본	27,997	29,330	27,028	207	20,592	18,481	22,503
ROS	-0.2	4.5	1.1	-	2.8	2.6	1.9
ROA	0.2	2	0.6	1	1.4	1.7	1.2
ROE	1.8	11.5	4.3	8	2.3	3.5	3.9
매출증가율	-4	0.5	-2.9	10	-1.2	-0.4	-1.6
1인당 매출	13,479	3,500	10,156	48,486	1,322	3,958	6,875
1인당 당기순이익	2	8	4	3	3	3	3
부채비율	935	460	848	1,225	406	439	631
대상 기업 수	11	4	16	1	16	18	34

자료: Fortune Datastore, Fortune Global 500 DB(검색일자: 2015.11.26) 이용해 작성

#### 4. 소결

본 장에서는 상장 공기업의 재무성과에 대한 실증 분석을 두 가지로 시도 하였다. 한 가지는, 앞장에서 사례분석의 대상이었던 OECD의 4개 회원국인 프랑스, 핀란드, 노르웨이, 뉴질랜드의 상장 공기업의 상장 전후 재무성과를 비교함으로써 공기업의 상장이 재무성과에 미친 영향을 분석하고자 하였다. 다른 한 가지는, 저명한 경제지 Fortune이 매년 매출규모에 따라 선정하여 발표하는 세계 500대 기업에 포함되는 에너지 기업에 대하여 정부의 소유 여부와 상장 여부에 따라 재무성과의 차이를 분석하고자 하였다.

4개국의 상장 공기업에 대하여 Wilcoxon의 부호순위검정을 이용하여 분석한 결과 수익성 지표인 자본이익률(ROE), 운영효율 (1인당 매출액, 1인당 당기순이익), 배당성향이 상장 이후에 유의미하게 증가하였음을 알 수 있다. 그리고 통계적으로 유의미하지는 않지만 부채비율이 상장 이후에 감소하는 추세를 보이고 있다.

Fortune의 세계 500대 기업에 포함되는 에너지 기업 34개에 대하여 정부의 소유권과 상장 여부에 의한 차이를 분석한 결과, 수익성 지표는 민간과 공기업 모두 상장 기업이 전반적으로 높게 나타나고 있으며 부채비율의 경우 상장기업보다는 비상장 기업의 부채비율이 더 높은 것으로 나타났다.

이를 종합해 보면 공기업은 상장 이후 수익성과 배당성향 등에서 긍정적인 재무성과를 나타냄을 알 수 있으며, 부채비율은 감소하여 보다 안정적인 재무구조를 유지하고 있음을 알 수 있다.

---

## V. 결론 및 정책적 시사점

---

### 1. 연구결과의 요약

상장 공기업은 정부가 민영화나 혼합소유제 등의 목적에 따라 정부의 지분을 자본시장을 통해 일부 매각한 결과 등장한 기업형태로서, 정부 이외에 다양한 주주가 기업의 소유지분을 가지고 있으며, 주식이 자본시장을 통해 계속적으로 거래되고 있다는 특징을 가진다. 상장 공기업은 다른 상장기업과 마찬가지로 수익성 추구가 가장 큰 기업의 운영목적이다. 하지만, 정부가 과반수 이상의 지분을 보유한 경우 정부의 지분에 따라 의사결정력을 가지며, 과반수 미만의 지분을 보유한 경우에도 황금주 등 기타 경영권 보호 수단 등을 활용하여 정부의 영향력을 의사결정에 행사하고 있다. 이와 같이 정부는 주주의 역할을 통해 상장공기업이 공공성 목표를 수행하도록 하고 있다. 이는 수익 극대화만을 목표로 하는 민간기업과 차이가 발생하는 지점이다.

본 보고서에서는 OECD 회원국가 중 상장 공기업을 다수 보유한 프랑스, 핀란드, 노르웨이, 뉴질랜드 4개 국가를 중심으로 상장 공기업의 현황과 상장 이후의 변화에 대하여 살펴보았다. 4개 국가의 경우, 상장 이후 상장 공기업에 법과 제도 차원, 그리고 실질적 운영 측면에서 여러 가지 변화가 발생하고 있는 것으로 분석되고 있다. 첫째는 기업운영의 투명성이 개선된다는 것이다. 주식이 자본시장에서 거래됨에 따라 기업의 정보공개에 대해 매우 엄정한 의무가 적용되며, 운영정보와 성과정보가 투명하게 공개됨에 따라 기업 운영에 더욱 책임감을 가지게 된다. 둘째 기업운영에서 재무성교에 더 많은 가중치가 주어진다는 점이다. 특히 주주의 다수를 차지하는 기관투자자의 경우 재무성과에 따라 지분을 조정하기 때문에 기업의 재무성과에

매우 민감하게 반응하고 기업에 직접적인 재무성과 향상과 배당향상을 요구하기도 한다. 따라서 상장 공기업의 경우 상장 이전보다 기관의 수익성과 재무적 성과에 대하여 더 많은 노력을 기울이게 된다. 셋째, 임원선임과 관련된 변화이다. 대부분의 사례분석 대상 국가에서 상장 이전에는 유일한 주주이자 규제기관인 정부가 이사 선임 권한을 보유하고 있으며 이에 따라 공기업 이사선임에 전폭적인 영향력을 행사하였다. 이사 선임에 있어 정치적 영향력의 여부는 대부분의 국가에서 공기업 임원선임의 문제점으로 제시되었다. 그러나 상장 이후에는 법의 적용에 있어 상법과 증권거래법에 따라 지배구조와 임원선임절차가 결정되기 때문에 이사 선임의 1차적인 책임도 기업의 이사회가 담당하게 된다. 이사 선임에 있어 정부의 영향력이 여전히 존재하긴 하지만 주주의 역할로 제한되는 경우가 많이 있어 이사 선임에 대한 정부의 영향력이 이전보다는 감소되었다고 보고되고 있다. 그리고 이사 선임의 독립성 증가로 인해 좀 더 전문성이 높고 자질이 향상된 임원을 선임할 수 있게 된 것을 상장의 가장 긍정적인 효과로 꼽고 있다.<sup>139)</sup> 이는 임원이 주주총회에서 최종적으로 결정되며, 정부는 최대주주이지만 다른 주주의 의견을 고려해야 하기 때문에 이전처럼 전폭적인 영향력과 비합리적인 이사선임을 강행할 수는 없게 되었기 때문이다. 이와 같이 이사선임에 있어 정치적 임명이 줄어들고 전문성과 역량 있는 임원이 선임됨에 따라 기업 경영의 수준이 제고될 수 있는 계기가 되었다.

이와 같은 지배구조의 변화는 기업의 재무성과에도 영향을 미치는 것으로 나타나는데, 이는 성과변화에 대한 본 연구의 실증분석에서도 확인할 수 있었다. 4개 국가의 상장 공기업을 대상으로 한 분석은 상장 이후에 기업의 수익성과 효율성이 크게 향상되었고, 배당성향은 증가하였음을 보여주고 있다. 4개국의 상장 공기업에 대하여 Wilcoxon의 부호순위검정을 이용하여 상장 전후의 재무성과를 분석한 결과 수익성 지표인 자본이익률(ROE), 운영 효율(1인당 매출액, 1인당 당기순이익), 배당성향이 상장 이후에 유의미하게 증가하였음을 알 수 있다. 그리고 통계적으로 유의미하지는 않지만 부채비

139) 뉴질랜드, 핀란드 상장 공기업과 담당 부처 인터뷰 결과 (2015.9~10)

율이 상장 이후에 감소하는 추세를 보이고 있다.

Fortune의 세계 500대 기업에 포함되는 에너지 기업 34개에 대하여 정부의 소유권과 상장 여부로 인한 차이를 분석한 결과, 수익성 지표는 민간과 공기업 모두 상장 기업이 전반적으로 높게 나타나고 있으며 부채비율의 경우 상장기업보다는 비상장 기업의 부채비율이 더 높은 것으로 나타났다.

이를 종합해 보면 공기업은 상장 이후 수익성과 배당성향 등에서 긍정적인 재무성과를 나타냄을 알 수 있으며, 부채비율은 감소하여 보다 안정적인 재무구조를 유지하고 있음을 알 수 있다.

## 2. 정책적 시사점

상장 공기업에서 나타나고 있는 혼합소유권 정책(Mixed ownership policy)은 공공기관 소유권 정책의 새로운 흐름이라고 볼 수 있다. 혼합소유권(Mixed ownership)은 공공기관의 지분을 민간에 공개하는 것으로서 민영화로 가는 중간단계인 부분 민영화의 과정으로 나타나기도 하지만 최근 들어 혼합소유권 형태를 최종 목적으로 하는 혼합소유권 정책이 뉴질랜드, 중국, 베트남 등 많은 국가에서 추진되고 있다. 기존 민영화를 통해 추구하고자 하였던 것처럼 민간의 시장원리를 도입하여 기업운영의 효율성을 제고하면서, 민영화와는 다르게 정부 영향력을 유지할 수 있어 공공성 목표를 유지해야 하는 공기업의 혁신 방안으로 선호되고 있기 때문이다. 특히 기업공개를 통해 주식을 상장하여 진행하는 공기업의 상장은 자본시장의 규제에 따라 더 높은 투명성 의무를 가지는 반면 시장을 통해 쉽게 투자자원을 조달할 수 있어 지속적으로 대규모 투자가 필요한 성장형 공기업에 적합한 효율성 제고방안이라고 볼 수 있다.

우리나라는 「공공기관의 운영에 관한 법률」에 기반하여 공공기관을 운영하고 있으며 여기에는 8개의 상장 공기업이 포함되어 있다. 상당수의 기관은 완전 민영화를 목표로 하여 상장되었지만 민영화에 대한 반발 등으로 인해 더 이상의 지분매각이 중단되었다. 반면 공공성 유지를 위해 정부의 소

유지분을 법에 명시하여 혼합소유제 형태로 유지하는 경우도 있다. 상장  
최종 목적은 다르지만 공기업의 상장은 각 기관의 운영효율성을 제고하고  
민간과 동일하게 시장에서 경쟁할 것을 전제로 하고 있다. 그러나 우리나라  
의 상장 공기업은 유형분류와 관리방법에서 '상장'에 대해 차별화를 두지 않  
고 다른 공공기관과 동일하게 관리되고 있으며 지배구조 역시 「공공기관의  
운영에 관한 법률」에 따라 동일하게 운영되고 있다. 따라서 공기업 중에서  
가장 높은 수준의 상업성을 기대할 수 있는 상장 공기업의 운영과 지배구조  
가 정부의 기능을 위탁수행하는 준정부기관과 동일한 수준으로 운영되고 있  
는 것이다. 이는 상장이라는 외형적 요소는 구비되었지만 상장 공기업에 맞  
는 지배구조와 관리가 차별성 있게 운영되지 않기 때문이다.

본 연구에서 분석한 OECD 회원국 4개 국가의 사례는 우리나라 상장 공  
기업의 지배구조와 관리에 있어 다음과 같은 정책적 시사점을 제시하고 있  
다.

첫째, 상장 공기업의 유형과 운영목적에 대한 명확성이 4개 국가 모두 상  
업성 공기업의 운영은 수익성과 가치의 극대화가 가장 최우선 목표임을 제  
시하고 있다. 특히 상장 공기업에 대해서는 정부의 지분투자에 대한 수익성  
을 극대화하고, 정부의 포트폴리오를 우수한 재무성과로 유지하는 데 운영  
의 목적이 있음을 명시하고 있다. 이는 상장 공기업의 경우 상장 이후에는  
투자자인 정부와 정부 이외의 주주에 대하여 재무성과에 대한 책임성이 강  
화되기 때문이다. 4개국 정부는 매년 공기업 연차보고서를 발행하고 있는데,  
이 연차보고서를 살펴보면 상장 공기업에 대해서는 별도의 추가정보, 시장  
가치의 변동, 변동 원인에 대한 설명을 제공하고 있다. 이는 정부가 상장 공  
기업의 주가를 하나의 KPI로 보고 있으며 이를 지속적으로 모니터링하고 있  
다는 의미이다.

둘째, 상장 공기업의 경영자율성과 운영의 독립성이 제고되어야 한다. 사  
례분석에 포함된 4개 국가의 상장 공기업은 상장 이후에는 기본적으로 상법  
을 적용하고 있으며 정부의 역할은 주주로서의 권리행사에 제한된다. 특히  
이사 선임과 관련하여 정부의 영향력이 대폭 감소되고 이사선임의 독립성이

향상되었다. 뉴질랜드의 경우 상장 공기업에 대해서는 “혼합소유모델기업”이라는 유형으로 별도로 지정하여 관리하고 있으며, 상장 공기업은 기존의 공기업법을 적용받지 않으며 대신 정부재정법, 상법과 증권거래법의 적용을 받는다. 프랑스, 핀란드와 노르웨이의 경우 다른 상업성 목적의 공기업과 동일하게 관리하고 있으며 상법을 가장 우선적으로 적용하고 있는데, 이는 특히 이사선임 과정에서 정부의 영향력 행사 방법과 영향력을 감소시키는 근거가 되고 있다.

셋째, 상장 공기업이 시장경쟁을 통한 효율성을 제고할 수 있도록 시장이 충분히 형성되어야 한다는 것이다. 외국의 경우 상장 공기업은 경쟁시장에서 민간기업과 동등한 경쟁을 하는 것을 전제로 하고 있다. 특히 독점 산업의 경우 공기업을 상장시키기 이전에 시장의 진입규제나 경쟁규제에 관련된 법이나 제도를 보완하여 경쟁이 충분히 도입되도록 하는 것이 상장의 전제 조건으로 되어 있기도 하다. 이와 같이 경쟁시장이 충분히 조성되고 상품과 서비스의 가격이 경쟁시장에서 자유롭게 결정될 때에만 상장 공기업의 운영 효율이 제고될 수 있기 때문이다. 특히 프랑스 전력산업의 경우 전력공기업을 상장할 때 이러한 시장에 대한 규제와 조정이 상장에 앞서 우선적으로 선행되었고 장기적으로 경쟁이 충분히 이루어지도록 민간분야의 활성화에 대한 제도적 보완이 이루어졌다.

넷째, 상장 공기업의 운영에 있어서 소액주주의 권리가 충분히 보호되어야 한다. OECD나 월드뱅크의 공기업 지배구조에 대한 가이드라인에서는 상장 공기업의 경우 소액주주에 대한 보호가 중요함을 강조하고 있어, 대주주인 정부의 경영권과 더불어 소액주주의 권리도 균형 있게 보호되어야 함을 제시하고 있다.<sup>140)</sup> 우리나라의 경우 최근 상장 공기업의 부진한 재무성과에 대해 경영진의 책임을 묻는 소액주주 소송이 나타나고 있고, 공공기관의 지방이전 이후에 전자투표제가 도입되고 있어 소액주주의 발언권이 강화되고 있다. 전자투표제의 도입은 특히 감사의 선임에 있어서는 최대주주의 결정권을 제한하고, 소액주주의 의견을 더욱 크게 반영시킬 것으로 예측된

---

140) OECD, "Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises," 2015, p.28

다. 상장을 통한 공기업의 주주 확대와 혼합소유모델의 등장은 공기업의 공익성보다는 수익성에 더 관심을 가진 수많은 소액주주를 발생시켰다. 이와 같이 다양한 주주의 등장은 상장 공기업의 운영목표와 성과지표, 정부의 상장 공기업 관리 방식이 이전과는 달라져야 함을 의미한다.

다섯째, 정부 지배력의 보호장치가 다양화될 필요가 있다. 현재 우리나라 상장기업은 1주 1의결권 원칙으로 운영<sup>141)</sup>되고 있으며 별도의 경영권 보호 장치를 운용하고 있지 않다. 본 연구에서 분석한 4개 국가에서는 차등 의결권, 황금주 등을 활용하여 정부가 소수지분을 보유하고 있더라도 정부의 영향력을 유지하고 있음을 알 수 있었다. 그 활용은 지배구조에 대한 주요 의사결정 등으로 제한되고 있어 다양한 경영활동에 대한 소액주주의 권한과 의견은 존중하면서도 정부가 상장 공기업에서 공기업 본연의 공공성을 유지할 수 있는 보호수단이 되고 있다. 우리나라에서도 소수지분을 보유한 공기업에 대한 영향력 행사나, 과반수 이상 지분을 가진 공기업의 추가 지분 매각 등에 있어서 정부의 지배력을 유지하는 방법으로 이러한 경영권 보호장치에 대한 신중한 검토가 필요할 것이다.

여섯째, 정부가 관리하는 공기업의 범위를 확대할 필요가 있다. 우리나라는 정부의 직접지분 혹은 공적지분이 50% 이상일 경우, 또는 의사결정력이 50% 이상인 경우를 공공기관의 대상으로 정하고 있다. 그러나 외국의 경우 정부가 50% 미만을 보유한 기업에 대해서도 정책적 목적이나 투자적 목적 등 다양한 목적으로 소수지분 기업에 대한 관리를 적극적으로 실시하고 있다. 프랑스, 핀란드, 노르웨이의 경우 정부가 과반수 지분을 보유하지 않았더라도 정부가 최대주주이거나, 최대주주가 아니라도 10% 이상의 상당한 지분을 보유한 경우 정부의 소유권행사가 체계적으로 이루어지고 있다. 프랑스와 핀란드는 정부의 소수지분기업 관리에 대한 두가지 유형을 보여주고 있다. 프랑스의 국가투자청(APE)은 정부가 소수지분을 가진 경우에도 대상 기관에 포함하여 직접 관리를 하고 있으며, 핀란드는 정부가 100% 소유한

---

141) 「상법」 제369조 제1항에서 주식회사의 주주는 1주마다 1개의 의결권을 가진다고 하는 1주 1의결권의 원칙을 규정하고 있음

Solidium이라는 지주회사를 통해 정부의 소수지분 관리를 대행하고 있다. 핀란드는 소수지분 기업에 대해서는 보다 많은 경영 자율권을 허용하고 있으며 중요 의사결정에 대해서만 정부의 영향력을 행사하는 것으로 제한하고 있다. 우리나라에서도 투자 목적이나 기업회생 등 공적 목적 등으로 인해 정부가 보유한 상장기업의 지분이 증가하고 있어 이에 대해 체계적으로 관리할 필요가 있다.

---

## 참고문헌

---

- 김도승·이상경·장철준·최정민, 「주요국의 공공기관 경영자율성 제고를 위한 법제 분석」, 한국법제연구원, 2012, pp. 206~207.
- 김현숙, 「우리나라 공기업 민영화가 기업경영성과에 미친 영향에 관한 실증 분석」, 『재정논집』, 한국재정학회, 2007.
- 박기백·박상원, 『민영화 지표 연구』, 한국조세연구원, 2010.
- 박명호, 『EU 국가의 민영화 경험과 시사점: 전력산업을 중심으로』, 대외경제정책연구원, 2001.
- 박석희, 『해외 공공기관 관리기구 연구』, 국회예산정책처, 2012.
- 박재정·심창학, 「프랑스 공기업의 민영화와 국가역할」, 『국제정치논총』, 제40집, 2호, 한국국제정치학회, 2000, pp. 249~250, 266.
- 박정수·홍유화, 「공기업 상장과 다양한 정부지분율에 따른 경영성과 비교 연구」, 『공공기관과 국가정책』, 한국조세연구원, 2010.
- 박한준·허경선, 『상장 공공기관 관리 및 운영체계에 대한 연구』, 한국조세재정연구원, 2014.
- 안상아, 『주요국의 상장기업 대상 이사회 구조 법제 현황』, 「CGS Report」, 제4권 6호, 한국기업지배구조원, 2014.
- 오수근, 「공기업 매각방식의 사례분석과 시사점」, 『CFE Report』, 제54호, 자유기업원, 2008.
- 이민정·이수연·이호영, 「공기업의 부분민영화 및 완전민영화에 관한 사례 연구 -한국가스공사와 KT&G를 중심으로」, 『연세경영연구』, 제46권 제2호, 연세대학교경영연구소, 2009, pp. 245~277.
- 정재영, 「프랑스의 기업지배구조와 사례 - AXA의 기업지배구조」, 『CGS보고서』, 한국기업지배구조원, 2005.
- 한국공기업학회, 『민영화의 원활한 추진을 위한 관련법 보완 연구』, 기획재정부 용역보고서, 2008.

한국조세재정연구원, 『주요국의 공공기관 관리방식』, 2013.

한국조세재정연구원 공공기관연구센터, 「주요국의 공공기관 I」, 2010.

노르웨이 산업부 공기업관리실 담당자 인터뷰(2015.10)

뉴질랜드 재무성 공기업관리실(Commercial Operating Group) 담당자 인터뷰  
(2015.9)

뉴질랜드 상장공기업(Mighty River Power, Meridian Energy) 담당자 인터뷰  
(2015.9)

프랑스 국가투자청(APE) 담당자 인터뷰(2015.10)

핀란드 Solidium 담당자 인터뷰 (2015.10)

프랑스, 플로랑주법 (Florange Act), la loi Florange; LOI n° 2014-384 du  
29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle(실물경제 재건  
을 위한 법률)

\_\_\_\_\_, 「공공지분참여 기업의 지배구조 및 자본거래에 관한 명령(Ordonnance  
2014-948 on Corporate Governance and Equity Transactions in  
Publicly Owned Companies)」 2014.8 개정.

\_\_\_\_\_, 「경제 및 사회 질서를 위한 특정 조직 및 국가공기업에 대한 국가  
의 통제에 관한 시행령(Décret n°53-707 du 9 août 1953 relatif au  
contrôle de l'Etat sur les entreprises publiques nationales et certains  
organismes ayant un objet d'ordre économique ou social)」  
2014.08.24 개정.

\_\_\_\_\_, 「공공부문 민주화에 관한 법률(Loi n° 83-675 du 26 juillet 1983  
relative à la démocratisation du secteur public)」 2015.08.08 개정.

\_\_\_\_\_, 「국가투자청 설립에 관한 명령(Décret n°2004-963 du 9 septembre  
2004 portant création du service à compétence nationale Agence  
des participations de l'Etat)」 2014.08.22 개정.

\_\_\_\_\_, 「교통법(Code des transports)」 2015.08.19 개정.

\_\_\_\_\_, 「국가의 경제 및 재정 통제에 관한 시행령 (Décret n°55-733 du 26  
mai 1955 relatif au contrôle économique et financier de l'Etat)」

2005.05.10 개정.

\_\_\_\_\_, 「상법(Code de commerce)」 2015.08.22 개정.

\_\_\_\_\_, 「에너지법(Code de l'énergie)」 2015.08.22 개정.

\_\_\_\_\_, 「화폐금융법(Code monétaire et financier)」 2015.09.01 개정.

Backx, M., Carney, M., and Gedajlovic, E., "Public, private and mixed ownership modes and the performance of international airlines," *Journal of Air Transport Management* 8(2002): 213~220.

Berne, M, Pogorel, G., "PRIVATIZATION EXPERIENCES IN FRANCE," CESIFO WORKING PAPER NO. 1195, 2004.

Bortolotti, B., Faccio, M., "Government Control of Privatized Firms," *The Review of Financial Studies* 22(8). pp. 2907~2939. 2009.

Directive 96/92/EC of the European Parliament and of the Council of 19 December 1996 concerning common rules for the internal market in electricity

EDF, "Reference Document Annual Financial Report 2014," 2015.

\_\_\_\_\_, "Reference Document Financial Report 2013," 2014.

Engie, "Mangement Report and Annual Consolidaed Financial Statements 2013," 2014.

\_\_\_\_\_, "Mangement Report and Annual Consolidaed Financial Statements 2014," 2015.

Gupta, Nandini. "Partial privatization and firm performance," *The Journal of Finance* 60,2, 2005, 987-1015.

Kongsberg Gruppen, "Annual Report 2014," 2015.

\_\_\_\_\_, "Annual Report 2013," 2014.

Meggison, William L., Robert C. Nash, and Matthias van Randenborgh. "The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis," *Journal of Finance* 49, 1994, pp. 403~452.

- Meggison, William L., Jeffrey M. Netter, From state to market: A survey of empirical studies on privatization, 2001, *Journal of Economic Literature* pp. 39, 321~389.
- Michel Berne, Gerard Pogorel, "Privatization Experiences in France", CESIFO Working Paper no 1195, 2004.
- OECD Working Party on State Ownership and Privatisation Practices, "Board of Directors of State-Owned Enterprises: An Overview of National Practices," OECD, 2012.
- \_\_\_\_\_, "The Size and Sectoral Distribution of SOEs in OECD and Partner Countries," OECD Publishing, 2014b.
- \_\_\_\_\_, Working Party on State Ownership and Privatisation Practices, "Broadening the Ownership of State-Owned Enterprises: A Comparative Report," 2014c.
- \_\_\_\_\_, "Corporate Governance Factbook," 2014d.
- \_\_\_\_\_, "Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises," OECD Publishing, 2015.
- \_\_\_\_\_, "Regulatory Reform in Norway. Marketisation of Government Services - State-owned Enterprises," 2003.
- \_\_\_\_\_, Working Party on State Ownership and Privatisation Practices, Presentation by Mr. Arto Honkaniemi, Senior Financial Counsellor, Ownership Steering Department, Prime Minister's Office: Listing - an Exit Alternative for the State Owner," 2013년 OECD WPSOPP 회의 발표자료.
- Pargendler, M., Musacchio, A. M. and Lazzarini, S.G. "In Strange Company: The Puzzle of Private Investment in State-Controlled Firms", Harvard Business School Working Paper, No. 13-071, Feb 2013.
- Thomson Reuters, Eikon Database. Desktop V.4.0.26, 최종 업데이트: 2015.9.(기업재무정보 데이터베이스)

기획재정부 경영정보공개시스템 알리오, [www.alio.go.kr](http://www.alio.go.kr).(2015.12.28)

「공공기관의 운영에 관한 법률」, 2014. 5. 28 개정,

「상법」, 2014. 3. 11 개정.

뉴질랜드 재무성 공기업관리실 홈페이지, <http://www.treasury.govt.nz/tatesector/commercial/portfolio/bytype>.(2015.8.20)

\_\_\_\_\_, “Annual Report 2012,” 2012.

\_\_\_\_\_, “Annual Report 2013,” 2013.

핀란드 공기업 관리부(SOSD), <http://vnk.fi/en/government-ownership-steering>.  
(2015.8.28)

\_\_\_\_\_, “2014 Annual Report of the State's Ownership Steering,” Finland, 2015.

ADP 홈페이지, [www.aeroportsdeparis.fr](http://www.aeroportsdeparis.fr).(2015.8.28)

\_\_\_\_\_, “2013 Registration Document and Annual Financial Report,” 2014.

\_\_\_\_\_, “2014 Registration Document and Annual Financial Report,” 2015.

프랑스 국가투자청(APE) 홈페이지, [www.economie.gouv.fr/agence-participations-etat](http://www.economie.gouv.fr/agence-participations-etat).(2015.8.20)

\_\_\_\_\_, “l’Etat actionnaire 2014,” France, (프랑스 공기업 연차보고서 2013-14), 2014.

\_\_\_\_\_, “The Government as Shareholder 2014-2015,” France (프랑스 공기업 연차보고서 요약본), 2015a.

\_\_\_\_\_, “l’Etat actionnaire 2014-2015”, France (프랑스 공기업 연차보고서 2014-15), 2015b.

\_\_\_\_\_, “The French State as Shareholder 2013,” 2014.

Euronext, <https://www.euronext.com/>.(2015.10.22)

Fortum 홈페이지, <http://www.fortum.com/frontpage/com/en/?from=irene>.  
(2015.10.9)

\_\_\_\_\_, “annual report 2013,” 2014.

\_\_\_\_\_, “annual report 2014,” 2015.

Fortune Global 500 ranking homepage, <http://fortune.com/global500/>. (2015.11.10)

Meridian Energy Limited 홈페이지, [www.meridianenergy.co.nz](http://www.meridianenergy.co.nz). (2015.8.28)

\_\_\_\_\_, “Annual Report 2013,” New Zealand, 2013.

\_\_\_\_\_, “Annual Report 2014,” New Zealand, 2014.

\_\_\_\_\_, Financial Statements 2013, 2014.

Mighty River Power 홈페이지, [www.mightyriver.co.nz](http://www.mightyriver.co.nz). (2015.9.17)

\_\_\_\_\_, “Annual Report 2013,” New Zealand, 2013.

\_\_\_\_\_, “Annual Report 2014,” New Zealand, 2014.

\_\_\_\_\_, “Annual Report 2015,” New Zealand, 2015.

Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie(프랑스 경제·재  
정·산업부) 홈페이지, [www.economie.gouv.fr](http://www.economie.gouv.fr). (2015.6.10)

Neste 홈페이지, [www.neste.com](http://www.neste.com). (2015.10.8)

\_\_\_\_\_, “Annual Report 2013,” 2014.

\_\_\_\_\_, “Annual Report 2014,” 2015.

노르웨이 통상산업부(Norwegian Ministry of Trade, Industry and Fisheries)  
홈페이지, [www.regjeringen.no/en](http://www.regjeringen.no/en). (2015.8.20)

\_\_\_\_\_, “Diverse and value-creating ownership,” Report to the Storting  
(white paper), Meld. St. 27 (2013–2014), 2015.

\_\_\_\_\_, “Government’s Ownership Policy 2008,” 2008.

\_\_\_\_\_, “Statens Eierberetning 2014,” 2015.

\_\_\_\_\_, “The State Ownership Report 2013,” 2014.

\_\_\_\_\_, “The State Ownership Report 2014,” 2015.

Oslo Børs 홈페이지, [www.oslobors.no](http://www.oslobors.no). (2015.10.8)

Privatization Barometer, France, <http://www.privatizationbarometer.net/atlas.php?id=4&mn=PM&print=1>. (2015.9.1)

Solidium 홈페이지, [www.solidium.fi](http://www.solidium.fi). (2015.5.20)

\_\_\_\_\_, “Annual Report 2015,” Finland, 2015.

Statoil 홈페이지, Corporate assembly and board, <http://www.statoil.com>.  
(2015.11.30)

\_\_\_\_\_, “2013 Annual Report on Form 20-F,” Norway, 2014.

\_\_\_\_\_, “2014 Annual Report on Form 20-F,” Norway, 2015.

Telenor 홈페이지, [www.telenor.com](http://www.telenor.com). (2015.5.20)

\_\_\_\_\_, “Annual Report 2013,” 2014.

\_\_\_\_\_, “Annual Report 2014,” 2015.

## 해외 주요국의 상장 공기업 연구

허경선

일반적인 공기업(State-owned enterprise)의 정의는 정부가 지분의 50% 이상을 소유하거나 의결권의 50% 이상을 행사할 수 있고 시장에서 상업적으로 운영되는 기업을 의미한다. 공기업의 상장은 정부가 보유한 지분의 일부나 전부를 자본시장에서 거래할 수 있도록 함을 의미한다. 결과적으로 정부 지분이 50% 미만인 경우 경영권이 민간으로 이양될 경우 민영화로 볼 수 있고, 정부가 50% 이상의 지분이나 의사결정권을 유지할 경우 상장 공기업으로 유지된다고 볼 수 있다. OECD의 경우 2012년 기준으로 상장 공기업 보유를 조사한 31개 국가 중에서 20개에 해당하여 60여 개 상장 공기업이 있음을 밝히고 있다(OECD, 2014b). 상장 공기업 혹은 혼합소유권모델(Mixed ownership model)은 기존 민영화를 통해 추구하고자 하였던 것처럼 민간의 시장원리를 도입하여 기업운영의 효율성을 제고하면서, 민영화와는 다르게 정부의 경영권을 유지함으로써 영향력을 유지할 수 있어 공공성 목표를 유지해야 하는 공기업의 혁신 방안으로 선호되고 있기 때문이다. 특히 기업공개를 통해 주식을 상장하여 진행되는 공기업의 상장은 자본시장의 규제에 따라 더 높은 투명성 의무를 가지는 반면 시장을 통해 쉽게 투자재원을 조달할 수 있어 지속적으로 대규모 투자가 필요한 성장형 공기업에 적합한 효율성 제고 방안이라고 볼 수 있다.

본 보고서에서는 OECD 회원국가 중 상장 공기업 보유를 다수 보유한 프랑스, 핀란드, 노르웨이, 뉴질랜드 4개 국가를 중심으로 상장 공기업의 현황과 상장

이후의 변화에 대하여 중점적으로 살펴보았다. 그 결과, 상장 이후 공기업의 관리에 있어서 관련 법과 제도, 그리고 실질적 운영 측면에서 여러 가지 변화가 발생하고 있는 것으로 분석되고 있다. 특히 상장 이후에 기업운영의 투명성 개선, 수익성 위주 운영, 임원선임에 정부의 영향력 감소가 가장 큰 변화로 나타난다.

이러한 변화는 기업의 재무성과에도 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 4개국의 상장 공기업에 대하여 Wilcoxon의 부호순위검정을 이용하여 분석한 결과 수익성 지표인 자본이익률(ROE), 운영효율(1인당 매출액, 1인당 당기순이익), 배당성향이 상장 이후에 유의미하게 증가하였음을 알 수 있다. 그리고 통계적으로 유의미하지는 않지만 부채비율이 상장 이후에 감소하는 추세를 보이고 있다. Fortune의 세계 500대 기업에 포함되는 에너지 기업 34개에 대하여 정부의 소유권과 상장 여부로 인한 차이를 분석한 결과, 수익성 지표는 민간과 공기업 모두 상장 기업이 전반적으로 높게 나타나고 있으며 부채비율의 경우 상장기업보다는 비상장 기업의 부채비율이 더 높은 것으로 나타났다. 이를 종합해 보면 공기업은 상장 이후 수익성과 배당성향 등에서 긍정적인 재무성과를 나타냄을 알 수 있으며, 부채비율은 감소하여 보다 안정적인 재무구조를 유지하고 있음을 알 수 있다.

우리나라는 「공공기관의 운영에 관한 법률」에 기반하여 공공기관을 운영하고 있으며 여기에는 8개의 상장 공기업이 포함되어 있으나 이의 유형분류와 지배구조, 관리방안은 다른 공공기관과 차이 없이 운영되고 있다. 따라서 상장 공기업의 효율성 제고를 위해서는 상장 공기업에 적합하도록 지배구조와 관리가 차별성 있게 운영되어야 할 것이다. 본 연구에서 분석한 OECD 회원국 4개 국가의 사례는 우리나라 상장 공기업의 지배구조와 관리에 있어 다음과 같은 정책적 시사점을 제시하고 있다. 첫째, 상장 공기업의 운영목적에 있어 수익성의 추구가 명확히 제시될 필요가 있다. 둘째, 상장 공기업의 경영자율성과 운영의 독립성이 제고되어야 한다. 셋째, 상장 공기업이 시장경쟁을 통한 효율성을 제고할 수 있도록 시장이 충분히 형성되어야 한다. 넷째, 상장 공기업의 운영에 있어서 소액주주의 권리가 충분히 보호되어야 한다.

## A Study on the Listed SOEs in OECD Countries

---

Kyoungsun Heo

State-owned enterprises are generally defined as legal entities in which the State has more than a 50-percent stake or exercises the voting right of more than the half of the shares, and which participate in the market with commercial orientation. Since SOEs are enterprises, it is possible for the State to list its SOEs, and listing of SOEs enable the State to trade their entire or partial stake in the capital market. In this context, it is viewed as privatization when the State retains less than 50 percent of stake and the management control is handed over to the private owner. If the State retains more than 50 percent of stake or voting rights, the SOEs remain as a form of the listed SOEs.

According to the report of the OCED (OECD, 2014b), among 31 questionnaire-respondent countries, 20 countries hold listed SOEs and the number of listed SOEs amounts to around 60.

Listing of SOEs or mixed ownership model is considered a way of SOE reforms because listing enables the State to inject market mechanism and improve efficiency of management as it expects from privatization without giving up its control over management and its public policy objectives.

Since listing requires higher transparency in its disclosure to SOEs while it helps to attract investment and facilitate financing, listing is more suited for fast-growing SOEs which need a massive investment.

This research includes four case studies of France, Finland, Norway, New Zealand which retain listed SOEs more actively than other OECD countries. And the analysis shows that listing has brought some changes to the exercises of State's ownership functions such as laws, institutions, and managerial practices. Improvement in transparency, profit-oriented management, decrease in the State's influence are observed as major changes after listing. These changes are linked to the improvement of the financial performance: the result of Wilcox signed rank test shows that listed SOEs of the abovementioned countries significantly improved its return on equity(ROE), management efficiency indices, and dividend pay-out ratio. In addition, though it is not statistically significant, it is observed that debt ratio has decreased.

According to the analysis conducted on the 34 energy enterprises in the list of of 2015 Fortune's Global 500, the indices of profitability are higher by and large both in the listed private companies and the listed SOEs, whereas unlisted enterprises show higher indebtedness than that of listed enterprises.

Taken all together, listed SOEs show better performances in terms of profitability, dividend pay-out ratio and the like, and have a lower level of debt ratio, which leads to a sound financial status.

Korean government takes control over the public institutions on the basis of 'Act on the Management of Public Institutions'. The act applies to all the public institutions including the eight listed SOEs without consideration to each one's unique categorization, governance, and control. Accordingly, it is recommended that the State differentiates its

ways of exercising ownership over listed SOEs in order to improve their efficiency based on their characteristics.

The case studies of four OECD countries suggest four policy implications regarding governance and control of Korea's listed SOEs. First, the pursuit of profitability needs to be clearly stated in the State's ownership objectives for the listed SOEs. Second, autonomy and independence in management should be secured. Third, the market needs to be well-developed enough for listed SOEs to improve its efficiency through fair competition. Lastly, the rights of minority shareholder should be protected.

## 허경선

서울대학교 생물교육학과 졸업  
미국 Indiana University 행정학 박사  
현. 한국조세재정연구원 연구위원

발행 2015. 12. 31.  
저자 허경선  
발행인 박형수  
발행처 한국조세재정연구원  
주소 30147 세종특별자치시 한누리대로 1924  
전화 (044)414-2114(대)  
홈페이지 www.kipf.re.kr  
등록 1993. 7. 15. 제2014-24호  
정가 6,000원  
조판 및 인쇄 호정씨앤피

ISBN 978-89-8191-809-5 93320

©한국조세재정연구원 2015 \* 잘못 만들어진 책은 바꾸어 드립니다.